中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•行业深度报告

免税深度：政策护航的黄金赛道，高速成长的万亿市场

首席分析师：贺燕青
heyanqing@csc.com.cn
010-85159268
执业证书编号：S1440518070003
香港执业证书编号：BNL377

分析师：陈如练
chenrulian@csc.com.cn
执业证书编号：S1440520070008

发布日期：2020年7月28日

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

目录

- 一、全球免税：重心渐东移，机场市内为核心
- 二、对比：韩国免税受益政策
- 三、对比：Dufry旅游零售，全球布局
- 四、海南离岛免税成主力军
- 五、国内“离岛+市内”双轮驱动
- 六、重点标的

中信建投证券 CHINA SECURITIES

核心摘要

- **1、全球免税重心东移。**免税业诞生于机场，全球免税中机场和市内场景最为常见，随着欧洲等地免税业式微，全球免税重心东移，韩国及中国等免税业快速发展。
- **2、免税及旅游零售龙头对比：**韩国市场为全球免税份额最大，主要受益政策促进市内店快速发展，并且国内免税市场形成寡头竞争格局，诞生数个全球前十旅游零售商；Dufry为全球旅游零售龙头，其兼含免税及有税业务，主要场景集中机场，上游合作品牌数量较大，全球布局范围广，通过几大重要收购确立竞争地位。
- **3、国内免税格局及趋势：**为拉动消费回流重要抓手，回流空间大。今年离岛免税政策力度较大，未来或存国人离境免税政策落地预期，整体上离岛端成主要场景，“离岛+市内”双轮驱动，长线国内免税空间或突破5000亿元甚至接近万亿，格局趋向有限竞争，龙头仍具备较强渠道和运营优势。
- **4、主要标的：中国中免**（龙头优势强，近5年市场份额仍较高，离岛端优势较大，主要受益行业空间快增，预计长线市场份额仍达50-60%）；**王府井**（新牌照落地，近5年北京市内店或贡献8-10亿利润，且有望参与机场、其他城市市内店、离岛端运营）；**格力地产**（珠免渠道及运营有优势，近5年核心受益拱北口岸、港珠澳大桥转化率和客单提升，香化占比及免税面积望增加，管理有望改善）；**海汽集团**（海旅投旗下唯一上市平台。海旅投是海南省国资委旗下、国际消费中心建设战略品台，主要聚焦离岛免税、进口日用消费品经营等）；**美兰空港**（受益机场吞吐量提升及客单价提升，长线看机场免税渗透率较稳定，长线扣点亦有望提升，且或成为重要枢纽机场）；其他已申请免税牌照的相关公司尚存较大不确定性。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

一、全球免税：重心渐东移，机场市内为核心

- （一）免税行业起源与发展
- （二）国际免税：起源机场，逐渐东移
- （三）国内免税：起步较晚，政策护航
- （四）国内免税发展新阶段

中信建投证券 CHINA SECURITIES

免税行业起源与发展

国际免税业务起源于机场场景

免税因国际旅游应运而生，于机场起源。免税行业指国家或者地区为实现一定的政治经济政策且促进旅游消费发展，允许特定的零售商向出入境游客销售免税商品的旅游服务行业，一般免税所免包括关税、消费税、增值税。国际上常见的免税店场景和所在区域主要分三大类：出入境口岸免税店、免税商场或市内免税店，离岛免税店。其中设立在出入境口岸的机场免税店是全球范围相对最常见的经营形式，其销售额与机场的出入境客流量密切相关。

多渠道场景逐渐丰富发展模式

从整体免税渠道及场景看，全球免税起源于机场免税，并逐步发展出港口免税、机上免税、轮船免税、市内免税、离岛免税等多种免税场景，模式不断成熟，覆盖面和针对客群更宽，对消费拉动作用更大，对于多场景探索不断加强。

免税和离境退税的区别

免税属于零售前端为促进国际旅客消费在特定场景采取政策主动免去相关税费的行为，退税属零售后端符合退税条件所走的程序。所免所退税种，免税主要为免除关税、消费税、增值税，而退税主要退化增值税，亦对零售有促进作用。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

免税行业起源与发展

全球范围内免税场景和种类不断丰富

免税场景不断丰富。除了传统的机场、轮船口岸、市内、机上、邮轮免税外，部分特定区域的火车站、汽车站等交通站点形式的免税店也逐步增加，针对外轮和外交人员等特定对象的免税店同样丰富了免税店的形式，免税所针对的对象被不断细化。免税场景的不断丰富也使得免税和旅游零售对消费的促进作用进一步增强。

图表：主要的免税店场景

资料来源：Moodie Davitt，中信建投

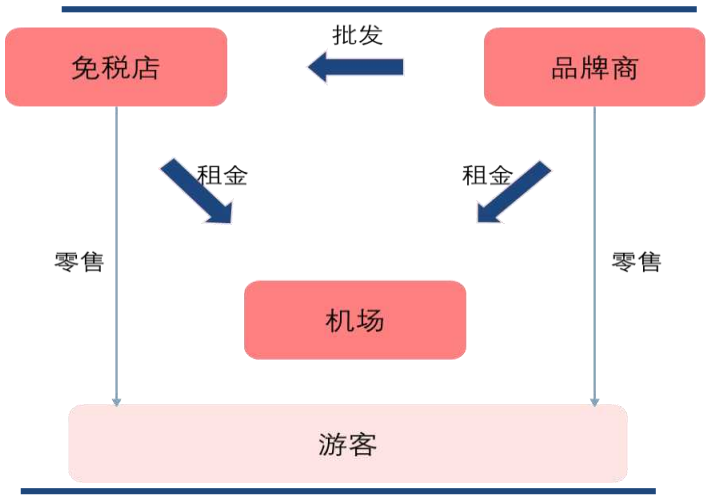
中信建投证券 CHINA SECURITIES

免税行业起源与发展

机场免税场景多方寻求合作共赢

机场免税场景，免税运营商与机场经营相结合的方式除特许经营外，还有免税商与机场成立合资公司运营、品牌商直营等方式。免税运营商通过与机场签订特许经营协议获得机场免税运营权，获取销售利润后支付与机场约定的租金，约定保底销售额和扣点率，且多采用最低保障额与销售扣点金额中的较高者。机场运营商为签约免税商提供经营场地并收取议定租金，免税特许经营租金收入为机场非航收入的重要组成部分，普遍占机场非航收入的20%-60%。品牌商则多通过将产品批发给免税集团或直接与机场签约的方式，在机场布局直营零售以获取收益。

图表：品牌商、机场方、免税运营商合作共赢



资料来源：Moodie Davitt，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国际免税：起源机场，逐渐东移

国际旅游与政治经济环境的影响

2019年，全球免税销售总额已达到约818亿美元，2011-2019年的CAGR大约6.9%，维持较稳定增长。这主要得益于国际旅游快速发展，2019年全球旅游总人次为123.1亿人次，较上年增长4.6%。2010-2017年国际旅游人次CAGR超5%，2017为13.22亿人次。

机场免税为主导，规模效应塑造的头部集中

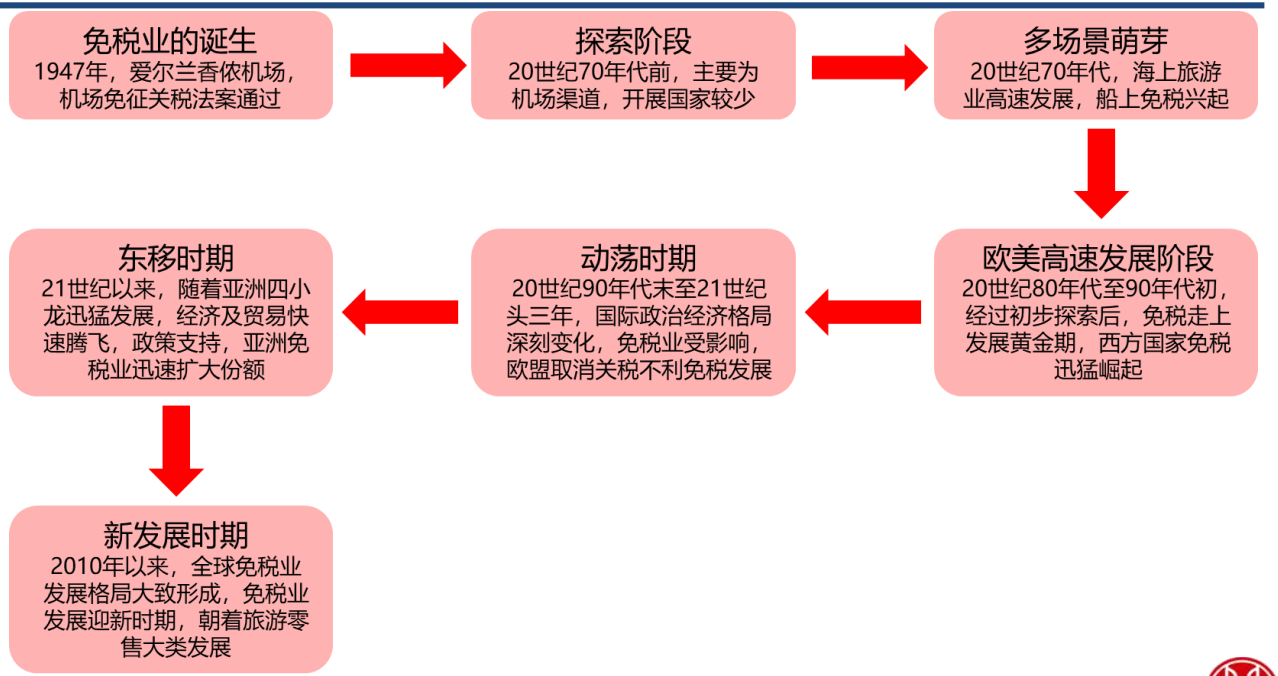
总览全球免税渠道，机场免税为免税业最重要渠道，2017年销售额383亿美元，占比约56%。市内免税在亚太地区以韩国为首迅速发展，邮轮和机上免税占比较小；免税产品销售额中，香化占据主导，比重约32%，亚太地区香化销售额占比达46%，香化成拉动亚太免税发展的最重要品类。从全球免税竞争格局看，CR10约50%，CR3接近30%，头部效应明显。第一巨头Dufry通过并购Nuance等确立龙头地位，韩国乐天受益国内政策实现腾飞，分别成欧洲和亚洲免税领导力量，反映出规模效应和政策对免税发展举足轻重。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国际免税：起源机场，逐渐东移

免税行业发展受国际政治经济环境影响较大，共时代脉搏起伏，免税渠道和发展模式逐渐丰富，新世纪以来发展区域“由西到东”趋势明显。

图表：品牌商、机场方、免税运营商合作共赢



资料来源：中国产业信息网，中信建投

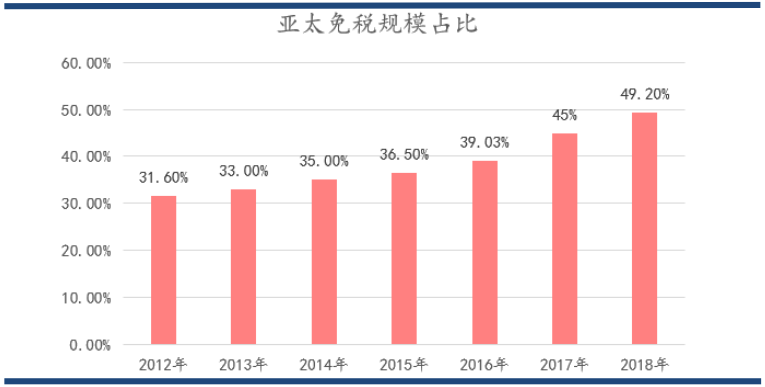
中信建投证券 CHINA SECURITIES

国际免税：起源机场，逐渐东移

总体看，亚洲免税份额不断上升。免税行业率先成熟于欧美，随着90年代初，欧盟内部逐步取消关税，免税业在全球逐渐呈现出“由西向东”、由欧美国家向亚洲国家蔓延的趋势，亚洲国家免税呈现出巨大的发展潜力。

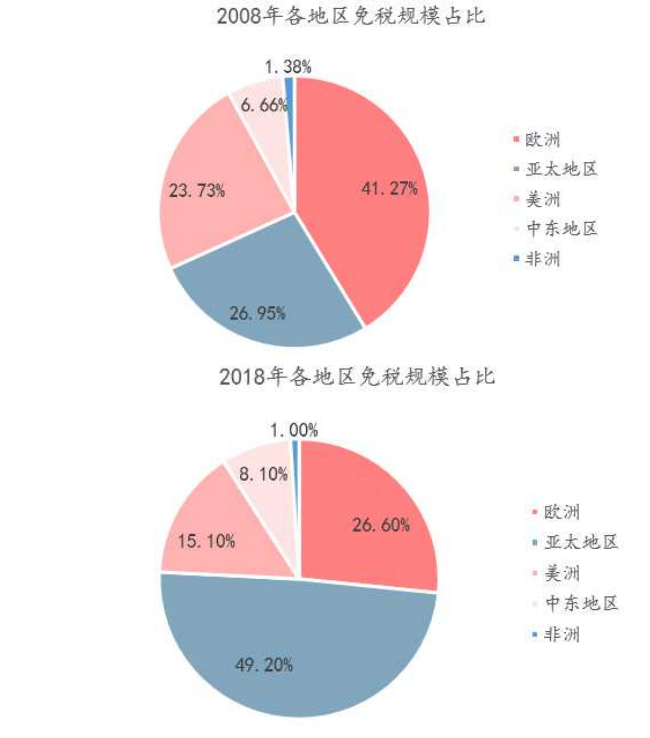
早期欧洲地区是免税行业的领导者，2008年欧洲地区免税规模占比达到41.27%。之后亚太地区的免税行业发展速度较快截至2018年，亚太地区免税规模占比已经达到49.20%，已经在全球范围内形成龙头效应。

图表：亚太地区免税规模占比



资料来源：中国产业信息网，中信建投

图表：全球免税“东移”趋势明显



资料来源：中国产业信息网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税：起步较晚，政策护航

整体起步较晚，政策护航稳扎稳打

我国免税业始于1979年，原中国旅行游览事业管理总局向国务院上报开办免税品销售业务，这也顺应了当时中国国际旅游业务快速发展的结果，同时，全面改革开放为我国出入境旅游带来良好的政策预期和巨大利好，也为免税业的发展提供了良好的基础。

改革开放为免税业带来发展机遇

1983年，中国出国人员服务总公司成立，1984年，中国免税品公司成立，中出服和中免也成为中国最早的两家免税品专营企业。1994年起，免税业开始逐步走向市场化，行业发展规模快速扩大、模式逐渐走向成熟、行业的整体实力快速提升。

图表：国内免税销售额与人均可支配收入变化趋同

资料来源：国家统计局，中信建投

图表：改革开放带来机遇

资料来源：中免集团，中出服，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税：起步较晚，政策护航

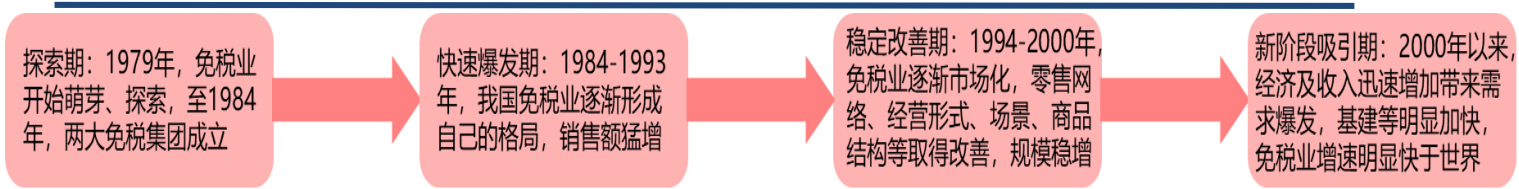
我国免税市场集中度较高，政策主导趋势强

十年快速发展期叠加我国对于免税行业和免税公司的相关免税政策，目前我国免税市场已形成高度集中的状况。另一方面，中免集团在我国免税市场中也起到一定的协同职能，中免集团是唯一经国务院授权，在全国范围开展免税业的国有专营公司，按照国家赋予的“四统一”管理政策对我国免税行业统一管理。未来预期我国免税市场的竞争格局或趋向健康的有限竞争，其他运营商或逐渐参与全国免税业务竞争，免税发展与政策紧密相连，发展成熟度体现在监管方向之上。

改革开放迎机遇，新世纪政策频出

我国免税相关政策始于1979年改革开放初期，国家对于免税行业开始关注并着手推进。1983、1984两年，两大免税集团相继成立，拉开中国免税业务大幕。自2000年以来，国家密集出台相关政策，主要聚焦免税业务的经营方式问题和监管问题，可见国家对于免税业务发展非常重视。

图表：我国免税业起步晚，稳步发展



资料来源：新浪，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税：起步较晚，政策护航

国内传统免税集团布局渐广，现整合趋势

在王府井牌照落地后，我国目前共八家经营免税业务的企业，目前看中免优势仍较难撼动。市占率上以日上免税和中免集团占比最大，而市内免税店则主要以中出服为主，门店数约10余家。海免、深免、珠免主要针对区域性范围经营，主营特定区域的离境口岸免税店和离岛免税店，在地区范围内均具有较强优势。深免集团发展历史较悠久，1980年开出第一家免税店，而珠免集团已成为按营业额国内第二的免税集团。

图表：主要免税集团

公司名称	成立时间	运营区域及种类	门店	实控人	经营范围
中国免税品（集团）有限公司	1984年	全国	超240家	国务院国资委	口岸、市内、离岛免税店等各种免税场景
日上免税行（中国）有限公司	2005年	经营机场免税店	约10家	中国中免	主要为机场免税
海南省免税品有限公司	2011年	海南离岛免税	3	中国中免为大股东	海南离岛免税店
深圳市国有免税商品（集团）有限公司	1984年	区域性	8	深圳市国资委	深圳主要口岸免税店，西安国际机场、深圳机场
珠海免税企业集团有限公司	1987年	区域性	约10家	珠海市国资委	珠海主要口岸及天津滨海机场
中国出国人员服务有限公司	1983年	市内店	约10余家	国务院国资委	市内免税店

资料来源：公司公告，中信建投

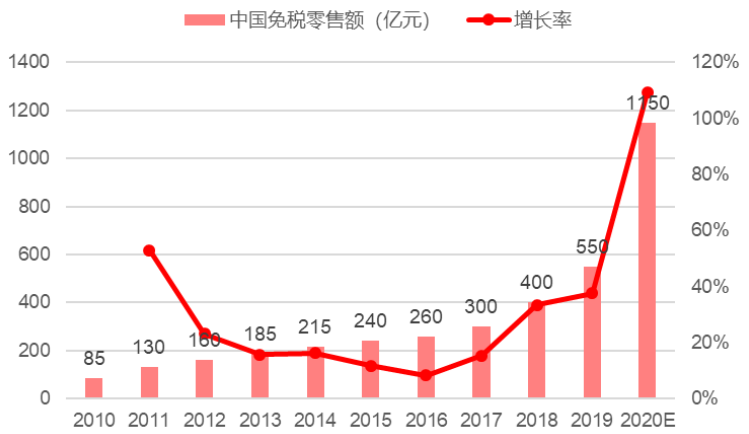
中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税：起步较晚，政策护航

整体份额明显提升，市场不断集中

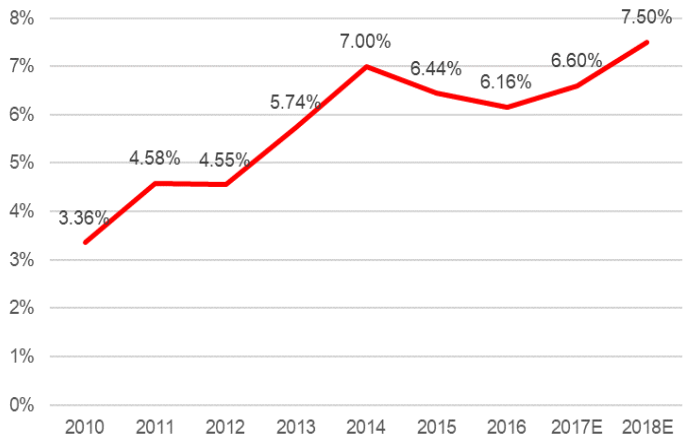
我国免税行业自2008年免税系列政策宽松后迎来高速增长期。经过近十年的快速发展，至2018年我国免税零售总额已接近400亿元，2019年免税额突破500亿元，我国免税行业出现以日上免税和中免集团为核心的免税布局，市场集中度迅速提升。免税政策对于免税业能否健康发展以及发展的规模和速度具有直接相关的决定性作用。

图表：中国免税零售额总体增速较快



资料来源：产业信息网，中信建投

图表：中国免税占全球免税份额整体提升



资料来源：Moodie Davitt，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

免税场景完善，市内免税有望迎来快增长

目前我国机场免税店数量估算约超60家，我国目前国际机场数量约30-40个，机场免税资源总体较为饱和，对于机场免税店经营者来说，机场虽客流量集中，但扣点率较高并在近几年呈提高趋势，利润贡献有限。其他免税场景快速发展，非离岛端的市内免税或将成为新的拓展点，若国人离境免税政策近期落地，以中免为首的免税集团预计将均有拓展市内免税店计划。

海外拓展预期增强

中免与皇权集团（King Power）联手获得澳门国际机场五年免税经营权以及近两年获得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权，且年初也与众信旅游合作，拓展“一带一路”沿线国家的旅游零售业务，都体现出公司向境外扩张的倾向，目前中免对于国内免税版图的整合已逐渐成型，在国内机场免税逐渐饱和的情况下，预计中免未来将多渠道免税配合海外拓展相结合。随着中国中免不断发展壮大，并充分受益国内政策，未来其也面临全球前几位旅游零售巨头的竞争。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

我国免税消费品类渐齐全，价格总体具优势

我国目前的免税消费商品结构与其缴税比例及消费需求密切相关，以香化产品、服饰鞋包、母婴用品、日用品为主。由于我国化妆品以往征收总税额约50%，导致国内专柜价格高企，而通过韩国等邻近的较大免税市场购买，会获得较大的价差受益，故强烈激发需求。目前，国内主要免税渠道如中免、日上等，整体上具备较强的价格优势，预计随着海南自贸港建设和离岛免税的快速发展，价格优势会进一步增强。我国免税店消费品类中香化、烟酒占比约八成。**香化产品仍将是未来我国免税发展的重要基础，奢侈品望在海南增加布局。**

免税渠道涉及场景数量有限，易于形成壁垒

审批较严、资源有限，利于免税龙头和免税牌照巩固优势。由于免税目前主要场景在机场口岸，且受政策影响较大，故易于形成壁垒。一方面，免税行业政策及流程审批较严，市内免税店等必须经国务院审批通过才可发放牌照，目前我国机场免税格局初步确立，中免和日上占据主要机场免税经营权，则市内免税审批时，同样会考虑此情况，中小免税集团由于运营店面较少，可能面临市内免税发展初期成本压力大的问题，大型免税集团更有望获得市内免税经营权和渠道优势，从而巩固规模优势。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

图表：部分主要香化产品在不同渠道售价（2020.02）

商品/国别、渠道（单位：元）	国内机场免税	三亚免税城	官网价	跨境电商价格（考拉海购）	韩国乐天、新罗免税店	美国免税	法国机场	法国市内专柜（老佛爷）	德国机场	德国专柜	英国机场店	英国市内专柜
雅诗兰黛（特润修护肌透精华露 50ml）	436	645	850	519	477	565	671	851	592	824	540	607
迪奥（真我 100ml）	776	863	1195	649	868	978	727	777	732	——	679	——
香奈儿（5 号香水 100ml）	1071	1070	1520	859	——	1015	——	906	——	883	——	902
兰蔻（小黑瓶 100ml）	1050	1050	1800	825	805	888	1124	1167	1036	——	992	——
乔治阿玛尼（漆光迷情唇釉，6ml，502）	227	159	310	249	156	240	253	265	228	——	215	247
娇韵诗（双萃焕活修护精华露 50ml）	643	715	960	669	650	585	624	783	606	752	531	633
科颜氏高保湿霜（125ml）	328	419	580	329	251	341	——	——	376	372	316	365
SK-II（护肤精华露 330ml）	1038	1516	2150	1539	——	2210	——	——	——	——	——	——
倩碧（倩碧卓越润肤乳 125ml）	155	310	——	159	149	182	354	357	322	381	240	251

资料来源：杰西卡的秘密APP，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

消费外流严重，存较大回流空间

境外消费连续十几年攀升，增长率快于消费支出增长。据麦肯锡2017中国奢侈品报告，2008至2016年间，境外奢侈品消费比例从约65%提升至约75%，近3年我国游客境外消费年均约超2500亿美元，复合增长率较快，连续5年为世界最大境外消费国。从统计数据看，2005-2014年，境外消费年平均增长率在25.2%，远快于同期我国城镇居民消费支出年均增长10.79%。而境外消费当中奢侈品占比相当大，2016年中国境外消费奢侈品高达6300亿元，约买走了当年全球46%的奢侈品。

国内外奢侈品价格差异，国内议价权长期提升

国内产品与国外同类免税产品之间价格存在巨大差异，首先来源于关税，我国对于奢侈品进口的税率普遍较高。据德勤2016年全球奢侈品研究报告，我国是奢侈品物价最高的国家，有23%的奢侈品牌在国内的标价比国外贵16%-25%，部分轻奢品牌如Coach中美价差已近40%。巨大的价差是消费外流的主要原因。未来国内渠道不断完善，议价权或进一步提升，带来价格优势。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

国家推进消费回流政策密集，促免税业务发展

- **降低进口关税税率。**2018年7月1日，国务院关税税则委员会公告，涉1449个税目包括服装鞋帽等进口日用品最惠国税率如期下调，预期对奢侈品零售会产生影响，其中部分服装鞋帽、化妆品关税下降幅度较大，对于部分奢侈品降价有利好作用。
- **放宽口岸及市内免税政策。**免税店相比于专柜产品，具有明显的价格优势，通过境内免税政策的不断放宽，免税店数量增多，价格优势若如预期不断提升，则境内免税店对于我国出国公民的消费吸引力将不断提升，有助于拉动消费回流。
- **推进境内旅游升级，促进入境消费增长。**随着海南新政后，海南对59国公民入境免签等政策放开，其对入境游促进作用明显，并且未来海南及内地的入境政策预期将进一步宽松，入境游人次增长将迎来重大突破，同样也可以成为消费回流的一种手段。
- **鼓励我国跨境电商的健康发展。**

（1）跨境电商零售进口过渡期后监管政策。

（2）扩容跨境电商综试区，监管过渡期再延一年。

（3）国务院《关于调整部分消费品进口关税的通知》。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

免税运营商全国布局，竞争格局趋健康

口岸免税店规范政策出台将有利于国内免税运营牌照公平参与竞争。2019年，国务院印发《口岸出境免税店管理暂行办法》，规范口岸出境免税店管理工作，促进口岸出境免税店健康有序发展。

- **平等竞标。**对具有免税品经营资质，且近5年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制。此前多数国内的口岸免税店由中免经营，平等竞标给其他免税集团参与的机会，短期来看影响中免的垄断，但从实际来看，2016年后的机场进出境免税店的经营基本都是公开招标，尤其是北上广三地机场，且短期签约格局已基本稳定，因此影响程度有限。
- **合理规范口岸出境免税店租金比例和提成水平。**此项主要是对机场口岸的高租金、高扣点率做出限制，即租金单价原则上不得高于国内含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于国内含税零售商业平均提成比例的1.2倍。对租金及扣点率的限制在经营层面保障了免税运营商的利益，尽管北上广（高扣点率）已经签约完成，直到下一轮竞标仍有较长时间，但政策的限制对后续的竞标有利，缓解了市场对过高扣点率影响免税运营商盈利能力的担忧。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

- **财务指标在评标中占比不得超过50%，技术指标在评标中占比不得低于50%。**财务指标是指投标报价中的价格部分，包括但不限于保底租金、销售提成等；技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比20%； 品牌招商占比30%；运营计划占比20%；市场营销及顾客服务占比30%；品牌招商分值中，烟酒占比不得超过50%。对财务指标的限制能够避免“价高者得”，未来的招标对综合实力更为看重，中免作为龙头企业的优势将大幅加强。
- **牌照壁垒仍较高：2020年6月，王府井正式获批免税牌照，也是我国在久未批准新牌照的情况下的一次全新尝试。**王府井免税牌照的落地，也一定程度反映出国家对于长期促进免税有限竞争格局和健康发展的决心。另外，格力地产拟收购珠海免税100%股权，收购完成即相当于珠免牌照借助格力地产上市。从国内所有免税口径和场景来看，我们认为短期大幅放开牌照的预期相对来说也较难实现，短期部分牌照的新增、门店改造等对于免税龙头或整个免税市场的分流作用相对有限。未来国内免税行业会逐步整体迎来有限竞争，但在前期渠道、资源、场景等布局较为充分的情况下，整体格局大体仍保持稳定。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税发展新阶段

政策利好或持续，“离岛+市内”仍双轮驱动

我们判断，未来国家仍将重点促进消费回流，免税仍然是最重要的抓手和措施。从长线来看，国内免税业的政策利好和政策呵护或仍将持续，且离岛免税和市内店仍然会是未来国内免税业发展的双轮驱动力，共同带来国内免税行业的巨大成长空间。

若国人离境免税政策落地，我们认为市内店将全面升级体验、丰富商品种类，提升服务水平，相较于原先的市内店，政策落地后的市内店对于国人免税消费将相当于崭新场景，不仅分流总离境免税份额，同时也将带来较多的离境免税增量，显著提升免税消费的转化率。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

二、对比：韩国免税受益政策

- （一）现状及发展历程
- （二）韩国市内免税渠道
- （三）韩国机场免税渠道
- （四）韩国离岛免税渠道
- （五）韩国免税发展对我国启示

中信建投证券 CHINA SECURITIES

现状及发展历程

韩国免税市场规模连续十年全球第一，市内免税店份额超80%

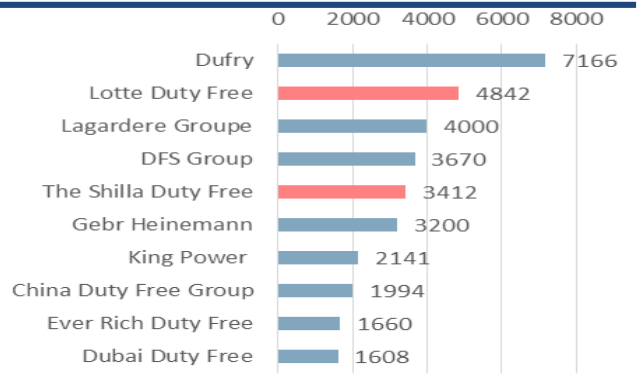
在2009-2017年，韩国免税规模由约30亿美元上升至128亿美元，年均复合增速高达19.77%，其中除2015年（当年韩国爆发Mers病毒，赴韩游客同比下降6.8%，免税规模仅增长3%）外，其余年份均保持两位数以上增长。

TFWA（世界免税品协会）报告2017年全球免税销售额699亿美元，亚太地区占比达44.5%，其中韩国占比18.31%，根据MoodieDavitt给出的2017年全球免税公司销售排行榜，韩国有两家公司位列前五，分别是乐天免税（全球第二）、新罗免税（全球第五）。

图表：韩国免税市场规模增长

资料来源：KDFA，中信建投

图表：十大免税品牌市场份额占比



资料来源：MoodieDavitt，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

现状及发展历程

多重优势，推动韩国免税发展

韩国邻近中国，对中国游客具有较大吸引力，而中国游客的高消费能力促进韩国免税业繁荣。根据联合国旗下世界旅游组织（UNWTO）发布报告，2017年中国人境外消费2580亿美元，占全球旅游购物消费的五分之一，相比2013年的1287亿美元，年复合增速达到14.92%，增速较高，韩国和中国隔黄海相望，距离较近，对国人来说，去韩国相比去欧美的免税圣地更具有成本优势，而韩国对中国游客在签证上也比较宽松，使得具备消费能力的中国人更愿意去韩国。

韩国的签证政策较为宽松，2002年济州岛正式施行免签制度，允许外国人访问济州时无需签证停留30天。如果前往“济州岛+韩国本地某地(如：首尔)”则仍然需要办理韩国旅游签证。持有美国、日本有效签证和前往第三国出境机票的中国游客可免签证享受入境停留30天。

韩国签证办理时间短：一般的访问签证，如旅游观光、商务探亲等需要6个工作日，团体旅游签证需要5个工作日，若申请加急可2-3个工作日出签。费用上也较为便宜：一般签证办理费用仅260元人民币，加急费用为390元，相比于美国签证（160美元，约1089元）、欧洲签证（60欧元，约475元）要更便宜。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

现状及发展历程

本土+全球品牌全覆盖，长期深度合作构筑价格优势

韩国免税规模连续十年全球第一，是全球免税购物圣地。在韩国，一共有24家离境免税店、24家市内免税店、4家离岛免税店，产品涵盖化妆品、配饰等所有品类，在品牌上涵盖所有国际大牌，以及最全的韩国本土品牌，在这里顾客能找到各种需要的免税商品，而在价格上，韩国免税品相对于其他地区价格较低。总的看来，韩国是免税购物天堂。

（1）产品品类齐全，品牌全覆盖

乐天免税店中涵盖911个品牌；新罗拥有超500种世界顶级美妆品牌，共计超1,300个品牌。韩国的免税店与各大品牌合作时间一般比较久，关系密切，以乐天为例，在1984-1986年分别引进LV、爱马仕、香奈儿，合作时间长，关系稳定；此外各大免税店基本在各个月份各个分店经常推出各种品牌优惠活动，折扣力度非常大，同时还有较多礼品赠送，对消费者来说比较有吸引力。

（2）韩国免税商品价格优势明显

通过对比免税店的明星产品价格与其在官网售卖的价格，我们发现平均来看免税店价格要比官网价格便宜5%-30%，具有价格优势。

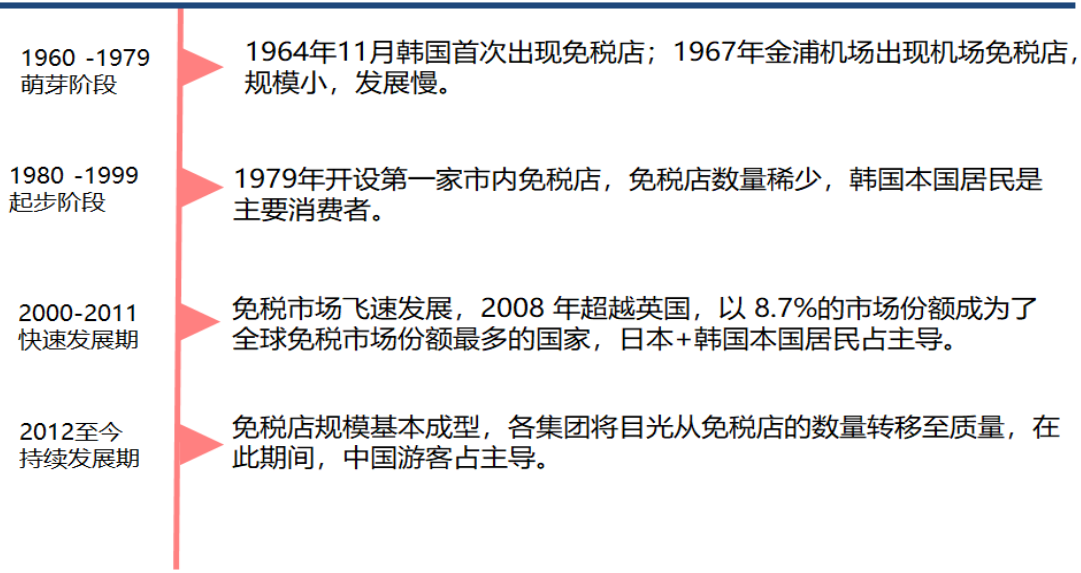
中信建投证券 CHINA SECURITIES

现状及发展历程

韩国免税行业虽然起步较晚，但是发展速度较快

世界上第一家免税店是1947年由布莱登奥雷根在爱尔兰香农国际机场开设的，17年后的1964年韩国出现免税店雏形，1967年韩国开设了第一家机场免税店，1979年开设第一家市内免税店，2008年韩国以全球免税市场8.7%的份额，超越英国成为了全球第一，此后一直稳居免税行业全球第一的位置。韩国免税发展较快。

图表：韩国免税行业发展过程



资料来源：新浪，Moodie Davitt，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

韩国市内免税渠道

市内店政策现状：政策放宽、对龙头企业限制减弱

免税政策开始重新构思，大型免税店迎来机遇。为限制财阀，避免垄断，韩国在2012年开始对大型免税店采取严格免税政策，韩国关税厅规定大型免税店不能获取新牌照，并大幅增加中小免税店的牌照发放；2013年市内免税牌照经营时间由10年减少至5年；2015年市内免税牌照由自动续约变更为公开招标。政策在2016年开始引发争议，在2018年，韩国将许可证期限将延续以前的五年时间，但企业集团可以进行资格续约（再延长五年），达到十年；中小企业可以进行两次续约，最长达15年的期限。政策的改变将解除韩国国内对大型免税店如乐天、新罗的限制，借助于大型企业所具备的优势，韩国免税店预计迎来增长。

韩国市内免税店牌照增多。1979年韩国开放市内离境免税业务，到2009年已经发放10家市内免税店牌照，2013年韩国大幅度增加中小免税店牌照，至2017年韩国已发放免税牌照27家。2018年预计中小免税店牌照发放将减少。

免税限额逐步提高。韩国对本国居民离境免税限额方面做出调整，该数值已由开放市内免税店初期的500美元/人上升至3,000美元/人，入境时韩国居民每人免税限额为600美元；对外国人来说，出境时无购买限额，入境时限额600美元，政策较为宽松。

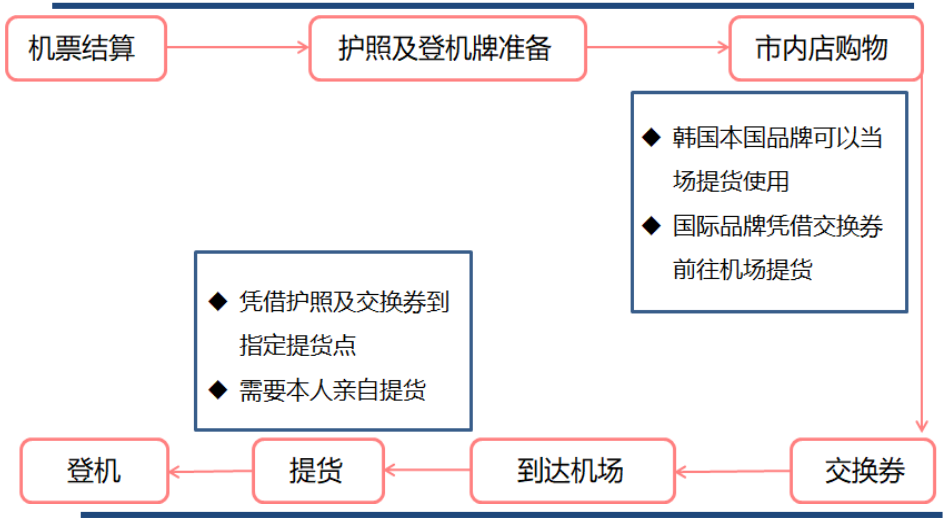
中信建投证券 CHINA SECURITIES

韩国市内免税渠道

市内免税店购物：流程清晰，购物便捷

在韩国市内免税店流程清晰，结算方式多样，十分方便。在韩国市内店购物时直接出示护照和登机牌，就可以直接购买，韩国本国品牌可以当场提货使用，国际品牌商家提供交换券，然后顾客于出境前在机场或港口亲自提货。出境前两天都可以办理退换货，如果离境后要交换退货需根据相关规定进行。

图表：韩国机场免税店销售流程



资料来源：KDFA，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

韩国机场免税渠道

享受机场客流，承担较高费用

机场渠道为韩国最早的免税店场景。1967年韩日关系正常化，为满足国外旅客需求，KTS(the Korea Tourist Service)在首尔金浦国际机场设立机场免税店，是韩国第一家免税店，随着韩国经济发展、国民出入境人数增长、国外游客增长，韩国的机场免税业蓬勃发展，最初韩国机场免税业务主要由KTO（韩国旅游发展局）把持，到2000年左右，KTO多个经营场所到期，开始退出机场免税店，2018年乐天、新罗、新世界、SM免税店、恩塔斯等免税店都有机场免税店，韩国仁川、金浦、金海、济州、务安、清州、襄阳、大邱这8家机场都开设有免税店。

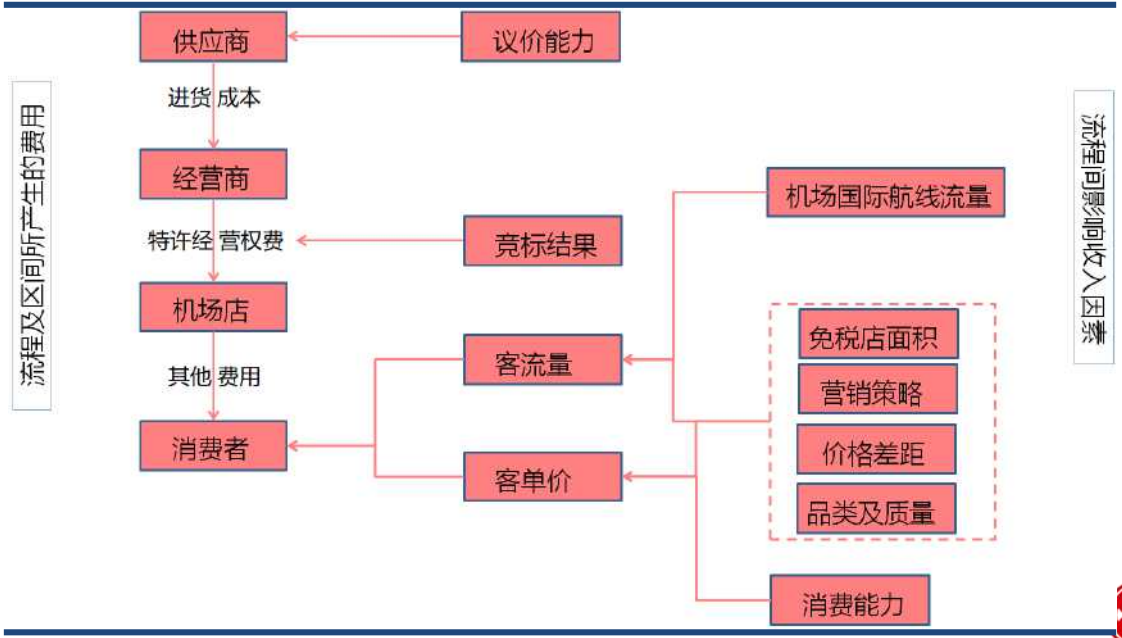
机场免税以公开招标为主，免税店承担较高的特许经营费用。不同于开设市内免税店需要获取政府牌照才能经营，机场免税店以公开招标为主，一般5-10年又需要重新招标一次，竞争激烈。免税店要获取机场的经营权，必须满足严格的要求和支付较高的费用，以仁川机场为例，目前采用的是MAG制度（Minimum Annual Guarantee），免税店需要向机场缴纳规定的MAG和百分比费用中较大的部分，当百分比费用大于MAG，免税店需要支付差额给机场，机场的特许经营费用一般较高，乐天需要为其在仁川机场T1（现因为高昂的租金已退出）的四个区域每年支付超5,000亿韩元，新罗需要为其三个区域每年支付2,600亿韩元，特许经营费占到营业收入的40~60%。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

韩国机场免税渠道

机场为免税店带来国际航线客流，同时也增加了其费用。机场店的费用和收入与其他类型免税店不同，其在流程中加入了“机场”这一场景，为机场免税店带来了“特许经营权费用”和“国际航线乘客”，相应的收入影响因素多了机场的国际航线流量，总的来说，机场免税店的销售收入取决于下图因素。

图表：机场免税店销售收入的形成



资料来源：Moodie Davitt，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

韩国离岛免税渠道

济州岛免税政策分为离岛免税和离境免税，遵循不一样的政策。韩国济州岛地处中、日、韩三国海上交通要处，总面积1845.61平方公里，总人口超60万人，是韩国第一大岛和最小的道。济州岛免税政策分为离岛免税和离境免税，离境免税是济州岛上最早的免税店，新罗于1989年在济州岛设立第一个市内的离境免税店，随后乐天、格乐丽雅等进入济州岛设立离境免税店，目前岛上有乐天的一家市内店和新罗的一家市内店，一家机场店。为了增加岛内盈利，济州岛于2002年开放离岛政策，现在济州岛的离岛免税由两家国营企业JTO（Jeju Free International City Development Center）和JDC（Jeju Tourism Organisation）经营。

图表：济州岛免税店分布

资料来源：百度地图，乐天免税，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

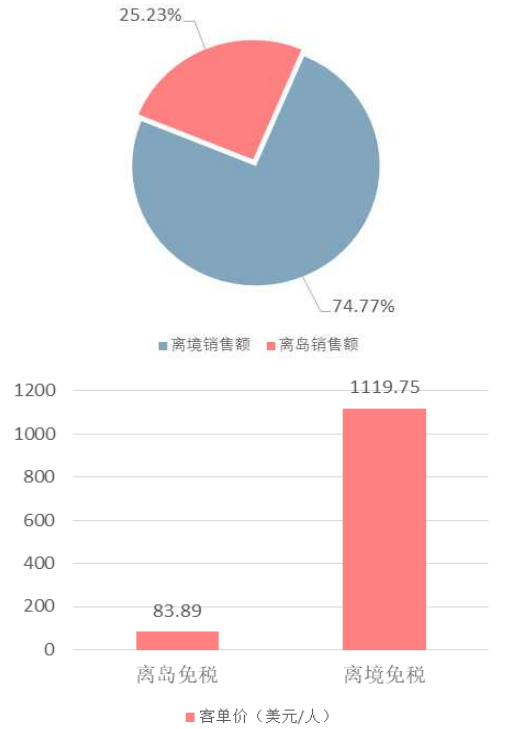
韩国离岛免税渠道

消费群体：韩国本国人占比98%

离岛免税消费群体以本国居民为主，客单价提升明显。2018年6月数据显示，销售金额方面，济州岛免税数据4,472.5万美元，其中国内消费4,397.19万美元，占比为98.32%。客单价，国内为83.89美元/人，外国人平均84.1美元/人，略高于国内人。离岛免税对韩国本国人消费具促进作用。

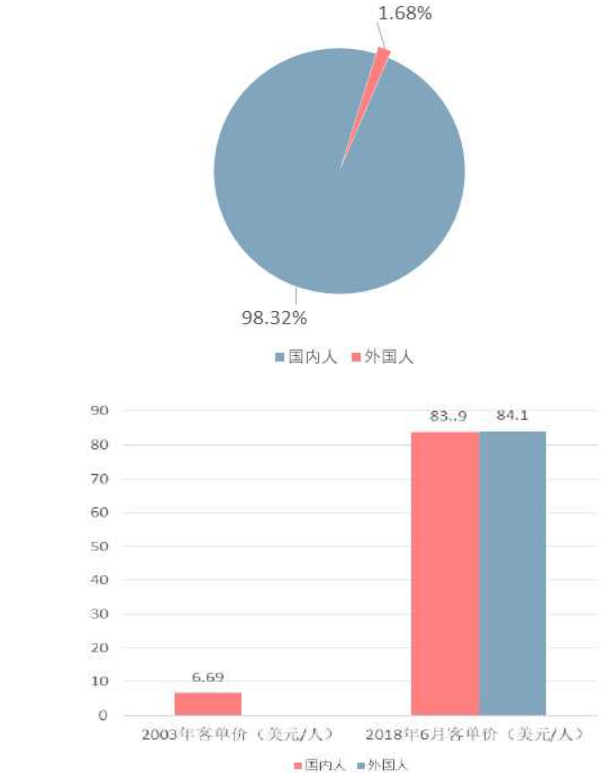
离岛端受限额限制大。2018年6月数据来看，济州岛总免税销售额为1.7726亿美元，其中离岛免税销售额为0.4472亿美元，占比为25.23%；离境免税销售额为1.325亿美元，占比为74.77%，造成销售额反差的主要原因为离境免税限额为3000美元，大幅高出离岛的600美元的限额。

图表：离境免税和离岛免税销售额和客单价对比



资料来源：KDFA，中信建投

图表：离岛免税国内和国外人数比例以及客单价



资料来源：KDFA，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

韩国免税发展对我国启示

- **免税政策对市内免税店发展至关重要。**对比韩国乐天免税和新罗免税的发展过程，我们发现市内免税店完全取决于政策的变动，目前我国免税政策相对韩国来说比较严格，入境单次最高消费8,000元，相对于韩国对国人3,000美元、国外人不限额来说限制较大。

- **大型免税店对国家免税行业发展至关重要。**韩国在2012年为避免垄断而大力发展中小免税店，硬性规定在仁川等13个省份只能向中小免税店发放免税牌照。但站在目前时点来看，韩国免税份额绝大部分仍是由大型免税店贡献，中小免税店缺乏规模优势和先发优势，大型免税店在品牌引进、扩展规模以及经营经验方面具有中小免税店没有的优势。

- **利用文化软实力，推动免税业发展。**韩国为促进免税品的销售增长，大力利用“韩流”文化，邀请明星宣传，带动粉丝消费。

- **深耕国内的同时，积极布局全球。**韩国的巨头乐天、新罗在2013年都开始向外扩张，抢占东南亚的市场，现在乐天已经向澳大利亚、新西兰进军，海外市场对巨头们的销售额的贡献逐步上升。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

三、对比：Dufry旅游零售，全球布局

- （一）历久弥新，全球旅游零售龙头
- （二）Dufry竞争力分析
- （三）总结与启示

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

- **Dufry（又称杜福睿）是全球旅游零售行业的领先者，也是全球销售第一的免税龙头：**

截至2018年末，Dufry在全球各地65个国家超过400个地点、2300多个商店，商店面积超45.3万平米，旗下员工超过3万6千名，店内精选超50,000种商品，全球潜在客户群体约25亿。

图表：全球范围内Dufry集团具有绝对规模优势

店铺遍布
65
个国家

超过
2,300
家店铺

超过
20%
机场零售份额

覆盖超过
400
个地区

拥有超过
1,000
供应商

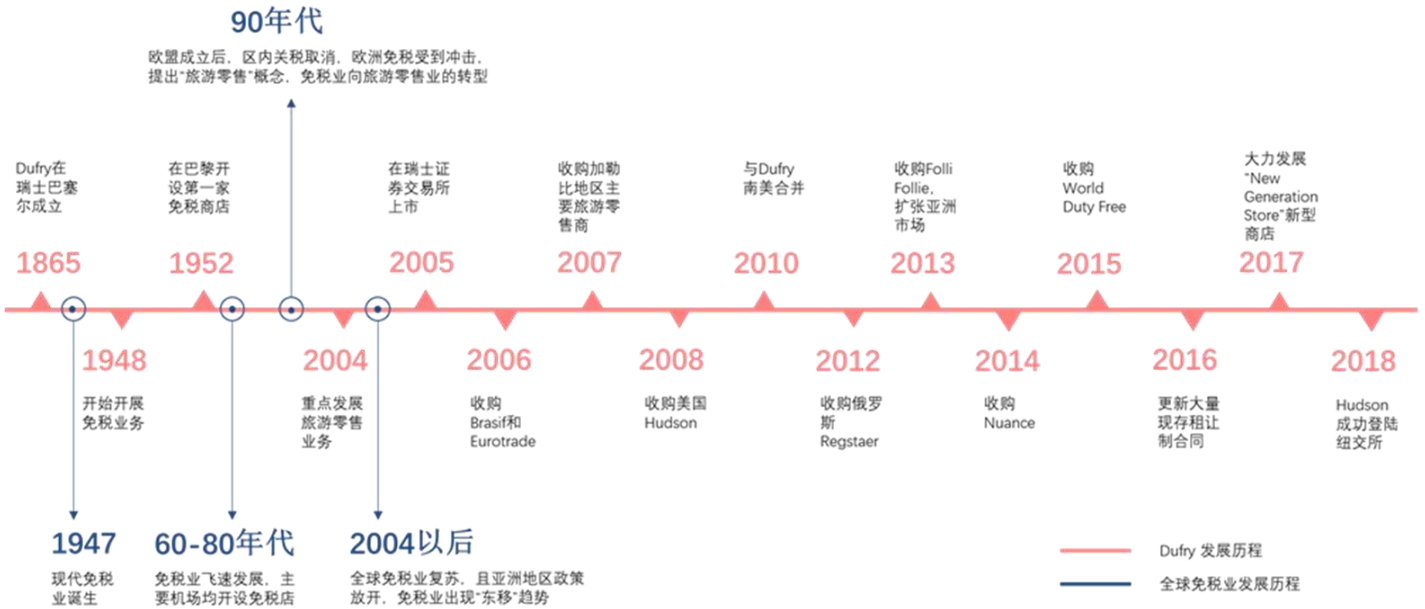
资料来源：Dufry年报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

- 1865年，Dufry的前身，一家名为Weitnauer的集团在瑞士巴塞尔正式成立。
- Dufry公司正式成立于2003年，并于2005年12月在瑞士证券交易所上市，股票代码为DUFN。

图表：Dufry的成长史



资料来源：Dufry官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

- **2005-2013年：形成五大洲的业务版图，进入加速发展期。**在登陆资本市场后，Dufry通过一系列资本运作手段开始加速发展。在这一阶段，Dufry主要通过收购完善全球业务的布局，形成五大洲的业务版图。

图表：Dufry并购大事件

资料来源：Dufry官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

商店形式多样化

- Dufry作为旅游零售龙头，在行业中有着独到的经营模式。
- **常规旅游零售商店—提供优质免税产品。**截止至2018年底，Dufry集团经营超过800家常规零售商店，其中包含不同品牌，如Dufry、Nuance、World Duty Free等。
- **Dufry购物中心—完税购物的全新体验。**Dufry购物中心是近几年来集团创立的新概念商店。在购物中心里，国内游客能够买到不同种类的高端品牌，并享受优质的客户服务。

图表：Dufry商店类型

资料来源：Dufry官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

商店形式多样化

- **Dufry便利商店—旅行者的港湾。**Dufry的便利店主要位于机场和火车站提供便利品，购买商品需支付关税。Hudson是Dufry的主要便利店品牌。
- **Dufry品牌店—国际知名品牌的前沿地。**Dufry与诸多国际知名品牌有合作，将这类品牌店打造成独立精品店，或者整合为Dufry常规零售店中店的形式。
- **Dufry主题店—身临其境体验各地风情。**2018年底，集团拥有超过670家主题店，分布广泛，通常位于机场、海港、邮轮以及市内百货等场所。

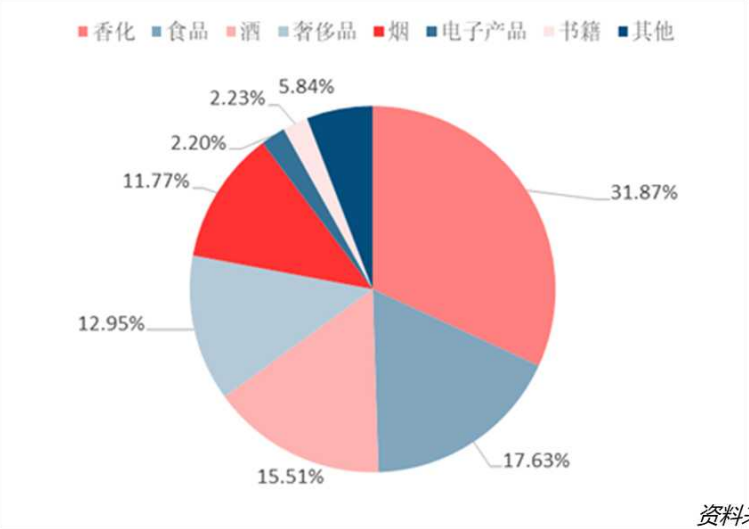
图表：Dufry商店类型

资料来源：Dufry官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

图表：Dufry销售以香化商品为主（2018）



资料来源：Dufry年报，中信建投

- 凭借强大的议价能力、与供应商良好的关系，Dufry的门店销售总计超过5万种不同商品：
  - 按品类划分，5万种商品可以划分为大类，包括香化、食品、酒、奢侈品、烟、电子产品、书籍、其他（玩具等）。从2018年Dufry的产品销售情况来看，香化类产品占据主要地位，达到32%，食品、酒类产品分别占比18%和16%。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

采购力强大

- 超过**1,000**家供应商
- 超过**50,000**种商品

- **Dufry的商店还为他们提供全球化的橱窗展示的机会，有助于把他们的品牌和产品向富裕阶层消费群体推广。**
- **集团与品牌之间紧密合作，联合推出促销活动、或是在店内进行全方位宣传，顾客从而可以用最优的价格买到需要的产品。**

图表： Dufry的主要品牌供应商

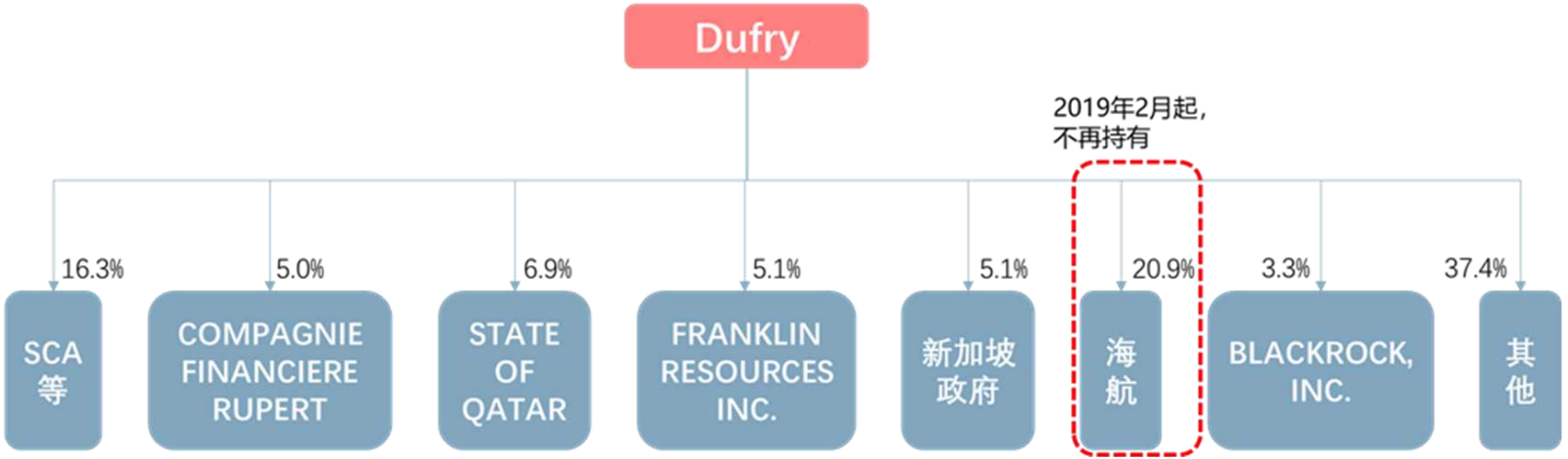
资料来源：Dufry公司年报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

- **Dufry的股东持股较为分散：**
  - 其中，由多家公司组成、代表公司董事会等高管及家族利益的股份占比达16.3%。在2019年2月1日后，海航旗下慈航基金宣布不再持有公司股份。

图表：Dufry股权结构（2018年末）



资料来源：Dufry官网，中信建投

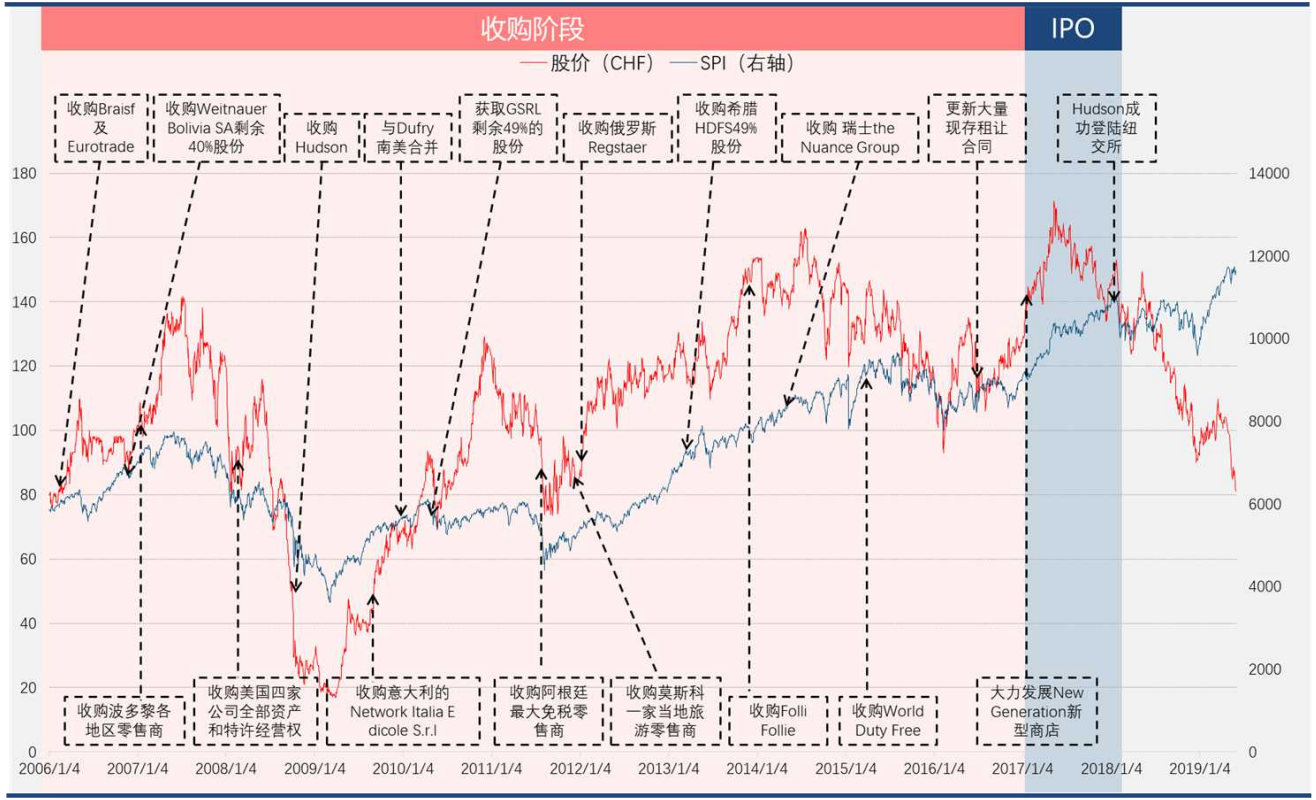
中信建投证券 CHINA SECURITIES

历久弥新，全球旅游零售龙头

增速放缓后，股价承压

- **在2017年前，Dufry的股价走势与市场方向基本一致。**公司在上市后经历较长的一段上涨期，在2009-2017年间由16.86成长至171.4瑞士法郎。Dufry的股价上升依靠收购带来的快速扩张。
- **从Dufry过往表现来看，收购是刺激股价的关键因素。**在离开并购带来的增量后，Dufry进入平稳发展阶段，内生增长由于业务全球布局而表现平缓。

图表：收购对Dufry股价有促进作用



资料来源：Wind，中信建投

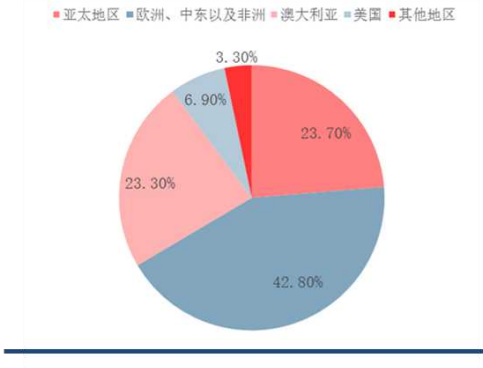
中信建投证券 CHINA SECURITIES

Dufry竞争力分析

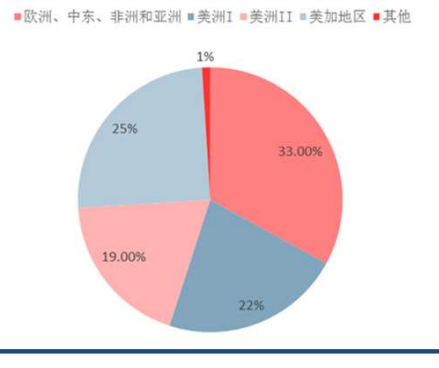
Nuance

- Dufry主要通过债务和股权的结合为收购Nuance（以及后续运营费用）提供了资金。
- **从地域来看，此次并购厚增了规模效应，对DUFRY在地中海和亚洲地区的扩张大有帮助。**
- **收购后Dufry的采购实力也得到进一步加强，在机场零售拥有15%的市场份额。**从销售渠道看，Nuance在机场销售占比高达93%，收购Nuance后无疑帮助Dufry加强机场销售渠道。

图表：Nuance收入来自欧洲、中东以及非洲地区

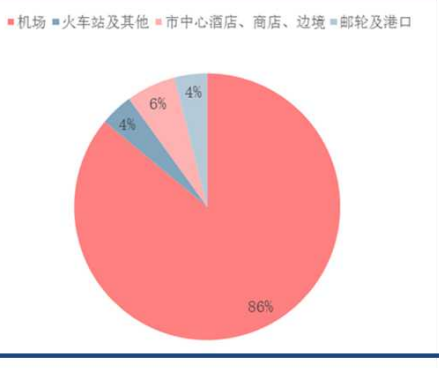


图表：Dufry收入主要来自、中东、非洲和亚洲



图表：Nuance零售渠道机场占比92.7%

图表：Dufry主要销售渠道为机场



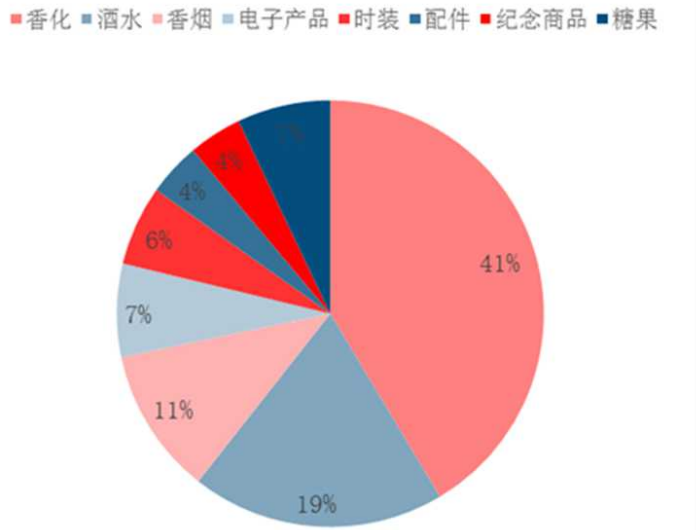
资料来源：公司年报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

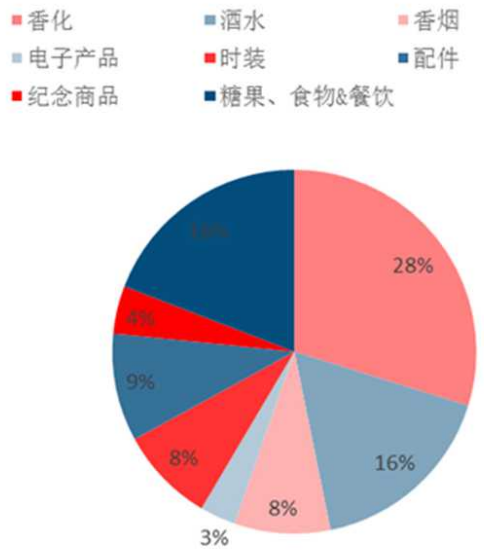
Dufry竞争力分析

- **Nuance 2013年的营业收入中，香水和化妆品的销量排位第一,占总营业额的42%。**
- 2016年Dufry毛利润和毛利率分别达到45.84亿CHF和58.55%，其原因是收购Nuance后提高了对上游的议价能力同时降低成本。综合毛利率达到58.55%，同比上升0.32百分点，表明收购后协同效用开始显现。

图表：Nuance香化产品占比41%



图表： Dufry产品结构香化产品占比28%



资料来源：Dufry官网，中信建投

Dufry竞争力分析

- **World Duty Free是全球顶级旅游零售商之一**，收购前WDF在20个国家105个地点拥有500多家店铺。2014年WDF实现2,439.6万欧元（2,962.8万瑞士法郎）的营业额，员工约9,500人。
- 2015年Dufry收购了意大利上市公司World tax Free S.p.A (WDF) 50.1%的表决权股权，对WDF的首次收购引发了对WDF 49.9%未发行股份的强制性收购要约。

图表：WDF零售分布概览

地区	国家及地区	地点	零售空间(平方米)	商店数量	2014年净收入(mEUR)	2014年净收入占比	2014年EBITDA(mEUR)	2014年EBITDA占比
英国	1	24	33,000	96	1,058	44.0%	147	56.5%
其他欧洲地区	5	30	39,000	136	738	30.6%	52	19.8%
美国	8	40	43,000	264	438	18.2%	35	13.5
亚洲及中东地区	6	11	5,000	23	173	7.2%	27	10.2%
共计	20	105	120,000	>500	2407	100%	261	100%

资料来源：WDF，中信建投

Dufry竞争力分析

- **Hudson是北美最大，最知名的旅游零售商之一。Hudson由开设在纽约市机场的五家哈德逊新闻分店起家，期间不断拓展新的领域和地区，通过内生增长和外延并购迅速扩张。**2018年2月Hudson在美国纽交所上市，通过资本运作实现下一轮的增长。

图表： Hudson发展历程

时间	事件
1987年	Hudson集团前总裁兼首席执行官马里奥.迪多米齐奥（Mario DiDOomizio)领导着旅行的新时代，在拉瓜迪亚机场开设了第一家哈德森新闻品牌店，并很快扩展到整个纽约市的运输地点。
1994年	Hudson在肯尼迪国际机场赢得合同并扩展到三州以外地区。同年在Mario DiDOomizio，Rogar Fordyce,Brain Quinn和Hope remoundos组成的新团队的支持下，富有远见的Mario DiDOomizio将Husdon扩展到东北部之外，开巴尔的摩/华盛顿，乔治布什和亚特兰大开设店铺。
1998年	Husdon News Retail 更名为Husdon Group Retail Specialists，包括各种新商品和特许产品。
1999年	Hudson在肯尼迪机场，曼彻斯特-波士顿，诺福克，奥兰多赢得了10个新机场合同，并在波特兰开设了首个西海岸业务。
2000年	Hudson在新斯科舍省哈利福克斯开设了第一家加拿大商店。
2002年	Hudson集团在同一天赢得休斯顿爱好，西雅图和安克雷奇的胜利。
2003年	Hudson集团收购了WH Smith 北美机场，为其投资组合增加了22个机场和150个商店，一年内通过卓越运营将销售额提高了30%。
2004年	Hudson集团将温哥华列入加拿大业务名单。
2006年	斯蒂文斯皮尔伯格的梦工厂重新创作了哈德森新闻，电影剧集“终端由汤姆汉克斯主演。
2008年	Advent int收购了Hudson集团，2008年晚些时间，哈德森集团成为Dufry AG的全资子公司。Joe Didomizio被任命为总裁兼首席执行官。
2010年	Hudson集团在洛杉矶国际机场获得合同并正式计划开设19家新店，包括Magic Johnson Enterprises,Concourse Ventures 和其他当地企业建立新合作伙伴关系。
2011年	Hudson推出其品牌形象大使哈迪，很快就被称为“旅行者最好的朋友。
2013年	随着Hudson品牌在西雅图和达拉斯沃斯堡的首次亮相，旅游零售的发展仍在继续，很快赢得了消费者的赞誉并传播到全国各地。
2014年	作为Dufry收购 Nuance Group的一部分， Hudson将多伦多纳入北美免税业务，巩固了其免税运营商的地位。
2016年	在Dufry收购WDF之后，哈德森接管了北美业务，在其投资组合中增加了超过32个机场合同，并在亚特兰大，奥克兰，波特兰和盐湖城赢得了新的市场。
2017年	Hudson将其专有食品”旅行者最佳扩展到39个机场，交通枢纽和旅游目的地。同年晚些时间，Hudson将业务扩张到酒店。
2018年	Hudson在2018年2月在纽约证券交易所上市。
2019年	Rogar Fordyce被任命为Hudson的首席执行官。

资料来源：Hudson官网，中信建投

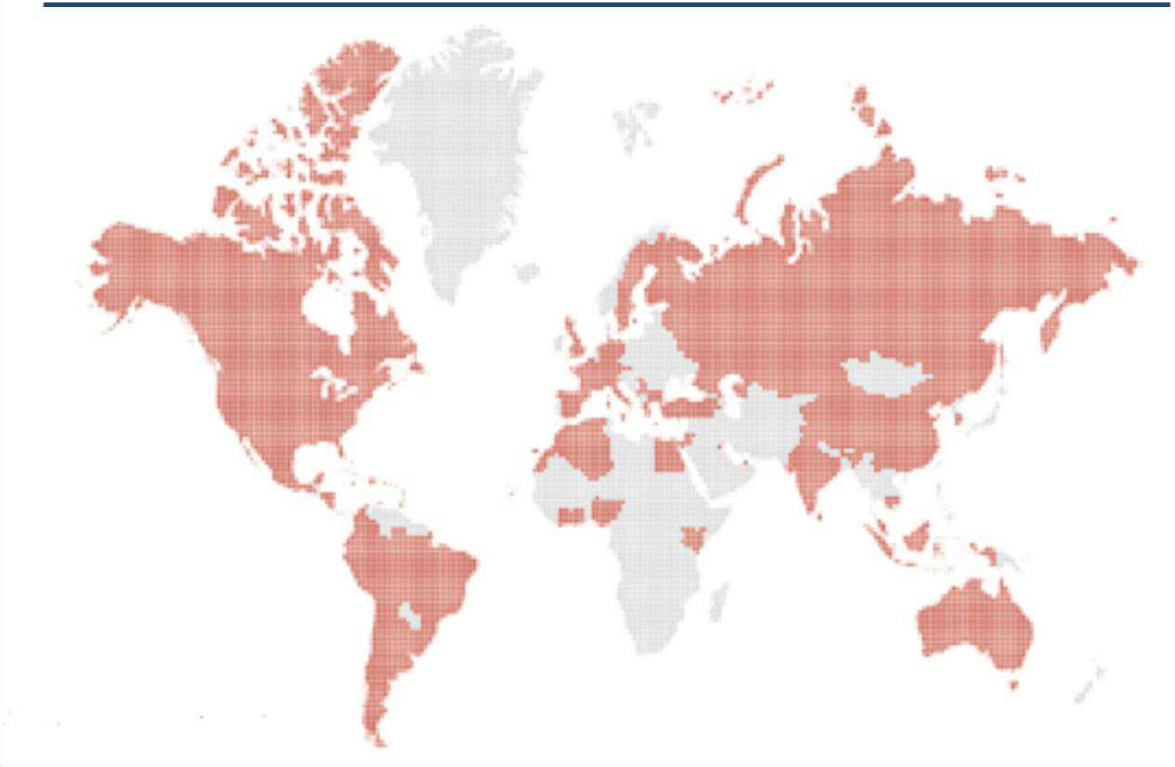
中信建投证券 CHINA SECURITIES

Dufry竞争力分析

全球布局，全球竞争

- **2018年，Dufry集团营业收入达87亿瑞士法郎，约87.5亿美元，占全球市场的13%。**其中，机场零售业务占比突破20%。如今集团的机场销售额和利润皆为全球第一。

图表：2018年业务版图遍布六大洲



资料来源：Dufry年报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

总结与启示

图表：Dufry竞争能力分析

资料来源：Moodie Davitt，中信建投

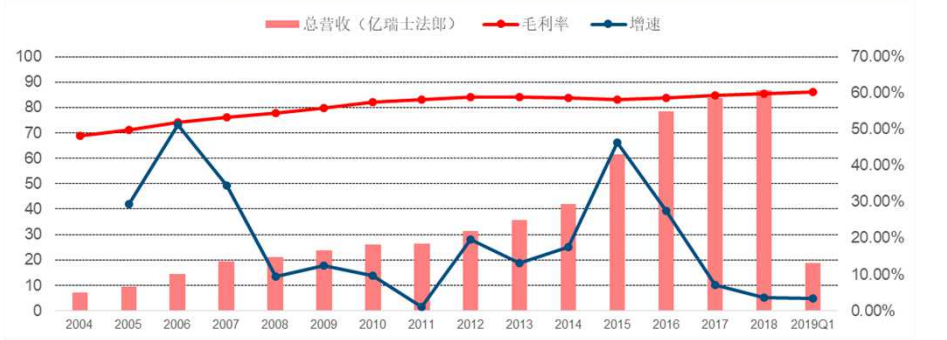
- **Dufry的资本手段配合其发展战略制定有深层次的因素考量，由行业情况决定。旅游零售行业根据波特五力模型：**
  - 从产业链角度，旅游零售行业作为中游本身具备较大优势。
  - 从行业竞争程度来看，旅游零售行业同时具备竞争激烈、经营稳定两大特色。
  - 从潜在风险来看，旅游零售业的潜在进入者威胁及替代品威胁较低。

总结与启示

规模效应下毛利率提升

- **Dufry在上市后迎来一段较快成长期，毛利率水平受益提升：**
  - 至2018年，Dufry的销售额已经达到86.85亿瑞士法郎，自2004年以来的CAGR达到19.3%；
  - 伴随规模扩张，Dufry的毛利率水平开始提升，在规模增速最高的2004-2016年间，Dufry的毛利率由48.10%提升至58.55%，提升幅度达到10.45pp；
  - 尽管自2017年起，Dufry规模增速降低至10%以下，但其毛利率的提升仍在持续，2018时，整体的毛利率水平已经达到59.82%。

图表：Dufry的毛利率提升反映规模效应



图表：年度毛利率提升趋势变化

资料来源：Dufry公司年报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

总结与启示

对渠道方的议价能力有限

- **根据Dufry的渠道结构，Dufry是以机场渠道为主的旅游零售商：**
  - 至2018年时，机场渠道占比已经提升至89.84%，较2004年的72.59%提升17.25pp。
- **Dufry的特许经营费率持续提升，表明渠道的收费水平在上涨：**
  - 渠道为王的发展逻辑以及机场渠道端的稀缺性是旅游零售行业竞争加剧的原因，主流机场口岸的价值在当前环境下居高不下。

图表：Dufry对机场渠道依赖度提升（亿瑞士法郎）

图表：Dufry的特许经营费率持续提升

资料来源：Dufry公司年报，中信建投

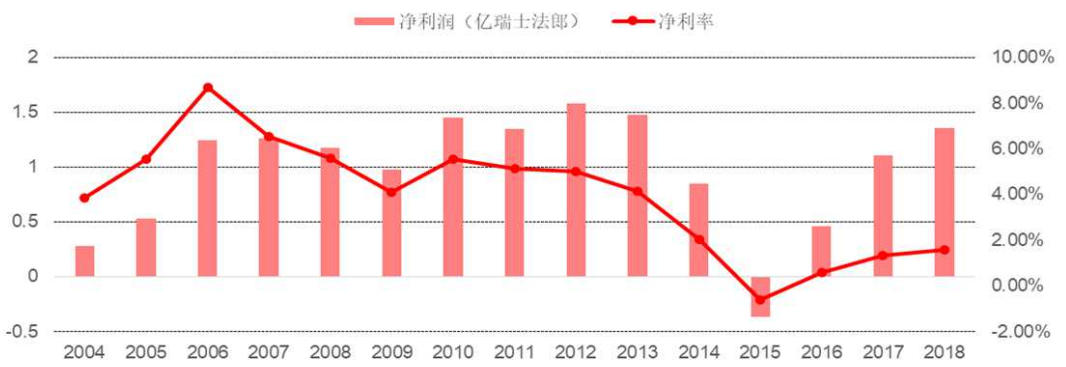
CHINA SECURITIES

总结与启示

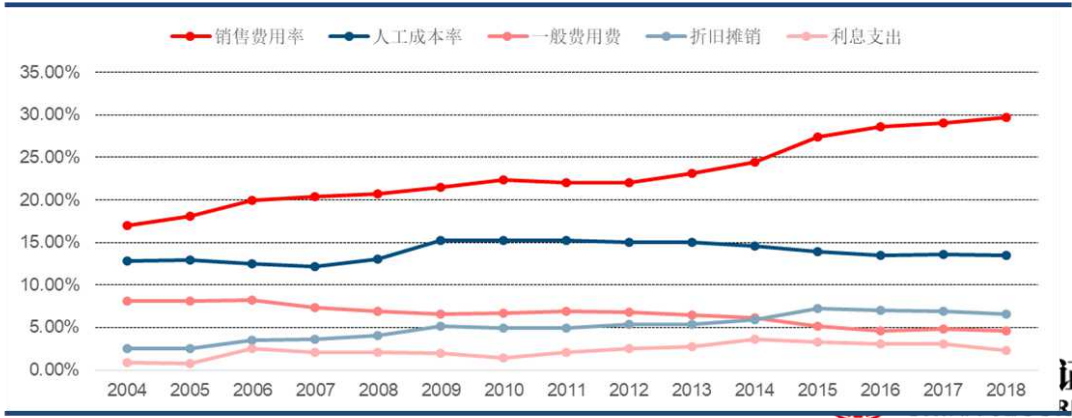
运营管理能力强

- **Dufry的利润率水平呈现先抑后扬的特点：**
  - 在2006-2015年间，其净利率水平由3.86%降至-0.60%，随后开始回升；
  - 至2018年，Dufry实现净利润1.35亿瑞士法郎，净利率水平恢复到1.56%。
- **Dufry受益于自身良好的管理能力：**
  - 除销售费率持续提升，多项主要费用比例控制在较稳定水平。至2018年时，Dufry的人工成本率、一般费率分别降至13.53%、4.65%。

图表：Dufry的盈利能力开始回升



图表：Dufry的主要开支控制较好



资料来源：Dufry公司年报，中信建投

四、海南离岛免税成主力军

- （一）政策持续红利
- （二）离岛免税细则大幅放宽
- （三）离岛免税远期空间巨大

中信建投证券 CHINA SECURITIES

政策持续红利

海南作为国内免税的重要阵地，近年相关免税政策较多、力度较大。2018年迎来建省30周年和新政的双重促进，海南预期在未来发展中，将坚守目前的旅游定位及发展目标，打造国际旅游岛。从2009年以来海南的相关政策看，五年内三次调整免税额度，2020年再度大幅放宽限额和离岛免税政策，契合海南战略高度。

离岛免税类型全球稀缺，有利地区免税市场提升粘性。2014年9月开业的三亚海棠湾免税城是全球最大单体免税店，目前客单价约超4500元，离岛免税新政后，即时表现已快速提升。作为市内免税店，其拥有极佳的地理位置、宽广舒适的免税购物场景以及优质的购物服务和体验。叠加海南离岛免税新政巨大刺激作用，尤其对于国内游客具较强吸引力，目前海南地区吸引国内游客免税购物的主要竞争对手是距离和便利度相近的韩国及日本，主要竞争方向在免税商品品类丰富度及价格比较上。

海南免税政策力度较大。海南未来在我国免税业发展中将承担主力军角色，拥有国际旅游岛建设目标、离岛免税政策为国内独有、宽松的额度及免税限制、新政预期带来的旅游产业高速发展、自贸港及签证等便利措施等优势，免税业望装上高速引擎，成为拉动国内免税发展的主战场。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

政策持续红利

图表：海南旅游及免税相关政策

财政部	2020/6/29	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元，不限次；扩大免税商品种类，增加电子消费产品等7类消费者青睐商品。旅客购买商品超出免税限额、限量的部分，照章征收进境物品进口税；具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。
国务院	2020/6/1	《海南自由贸易港建设总体方案》	聚焦贸易投资自由化便利化，建立与高水平自由贸易港相适应的政策制度体系，建设具有国际竞争力和影响力的海关监管特殊区域，将海南自由贸易港打造成为引领我国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户。
国务院	2018/4/11	《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额
海南省政府	2017/12/1	《海南省旅游发展总体规划（2017-2030）》	**在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店，将通过轮渡和邮轮进出岛的游客纳入离岛免税政策适用范围。**
国务院	2017/5/28	《兴边富民行动“十三五”规划》	加强边民互市点建设，修订《边民互市贸易管理办法》和**《边民互市进口商品不予免税清单》**，严格落实国家规定范围内的免征进口关税和进口环节增值税政策
国务院	2017/3/15	《中国（河南）自由贸易试验区总体方案》	支持航空器及零部件研发、制造、维修企业在自贸试验区集聚，**对海关特殊监管区域内企业生产所需的进口机器、设备予以免税**
财政部	2017/1/10	《财政部关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	调整**将铁路离岛旅客纳入免税购物政策适用范围**，即允许从海南乘火车离岛的旅客从两家免税店购买免税品后携运离岛；同一旅客在同一年度内乘飞机和乘火车免税购物合并计算，且不得超过离岛免税政策的额度限制规定
国务院	2016/12/7	《“十三五”旅游业发展规划》	完善旅游财税政策在切实落实进出境游客行李物品监管的前提下，**研究进一步增设口岸进境免税店，引导消费回流**
财政部	2016/1/28	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年**累计免税购物额度16000元**，同时，同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口
财政部	2015/2/16	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	**增加了免税品种类**，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等17种消费品纳入离岛免税商品范围。同时**适当放宽热销商品的单次购物数量限制**，对原来21种离岛免税商品中的香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等10种类别热销商品放宽限购数量。
财政部	2012/10/22	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	将政策适用对象的年龄条件调整为年满16周岁；增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等3类免税商品品种；**将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币8000元**
财政部	2011/3/16	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	公布离岛海南离岛免税政策的适用对象及条件、离岛免税店、免税商品品种、免税税种（关税、进口环节增值税和消费税）、免税购物离岛次数、**金额（5000元）**、数量以及离岛免税政策实施流程

资料来源：财政部，政府网站，中信建投

中信建投 CHINA SECURITIES

离岛免税细则大幅放宽

6月29日发布的离岛免税细则力度较大，不仅大幅提升限额、丰富产品种类，将受青睐的电子产品和酒类新增至免税商品中。同时，取消行邮税且大幅放宽件数，尤其香化产品的件数放宽程度较大，几大作用叠加将使海南离岛免税渠道的客单价大幅提升，使离岛免税限额从3万提至10万发挥实质性作用。我们整体预计，未来海南离岛免税将成为国家拉动消费回流以及国内免税市场建设发展的主力军和主要场景。未来5年，海南离岛免税销售额将维持较快增速，且海南离岛渠道在国内免税市场占比，长期或突破50%。而海南离岛渠道目前鼓励适度竞争，国内具备免税运营资质的企业理论上均可进入离岛渠道运营，而离岛渠道中，龙头中国中免的竞争优势仍然突出，旗下中免、海免牌照在离岛渠道有丰富运营经验和渠道壁垒，仍将主要受益海南免税市场成长，其他后续新进入牌照预计也将明显受益蛋糕做大的趋势。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

离岛免税细则大幅放宽

图表：四大离岛免税政策对比

	免税限额		离岛件数限制		注	免税税种	购买次数		商品
中国海南省	10万元/年		除化妆品限购30件、手机及手持（包括车载）式无线电话机限购4件、酒类合计不超过1500毫升外，其他品类不限购（香水由限制8件到不限件数）			关税、进口环节增值税和消费税	不限次		45个品类（新增7种，包含电子产品和酒类）
韩国济州岛	约4239元/次（600美元）		酒类：1瓶；烟类：200支卷烟，50支雪茄或250克烟草；香水：2盎司		济州岛两大免税店之一的JDC从2020年4月1日起，以下所指烟酒独立于免税限额外：酒类一瓶（不超过一公升且价格不超过400美元）；烟类：卷烟200支、雪茄50支、卷烟型电子烟200支、尼古丁溶液20毫升、其他种类110克、烟草250克（每次仅购一种）	增值税，个人消费税，酒类税，关税和烟草消费税	6次		15个种类、300多个品牌、30000多种商品
日本冲绳岛	1.31万元/次（20万日元）		酒类：3瓶（每瓶不得超过760毫升）；香水：2盎司		离境时在冲绳免税店购买的烟草属保税店系统，并不属于指定免税商店系统，即不属于离岛免税政策	关税	不限次		100多个品牌
台湾妈祖/金门	（离岛至台湾本岛或其他离岛地区）1.44万元/次（6万新台币）	（离岛至大陆地区或其他国家者）23.99万元/次（100万新台币）	（离岛至台湾本岛或其他离岛地区）酒类：1公升（不限瓶数）；烟类：200支卷烟或雪茄25支或1磅烟丝	（离岛至大陆地区或其他国家者）酒类：3公升（不限瓶数）；烟类：200支卷烟或25支雪茄或1磅烟丝	2020年12月15日起，离岛至台湾本岛或其他离岛地区免税限额更改为2.40万元/次（10万新台币）	关税、货物税、烟酒税、营业税	（离岛至台湾本岛或其他离岛地区）每年12次	（离岛至大陆地区或其他国家者）不限次	100多个品牌

资料来源：各离岛免税官网，中信建投

对比全球四大离岛免税区域政策，海南离岛免税政策力度较大：

全球四大离岛免税区域（海南岛、济州岛、冲绳岛、马祖/金门），我国海南的离岛免税政策在减免力度、免税商品品类均有非常大的竞争力，细则调整之后，预计后续释放潜力巨大。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

离岛免税远期空间巨大

我们判断，海南离岛免税的销售额长期空间已被低估，存在重估价值的过程。当前，海南的整体定位较高，未来国际消费中心和国际旅游岛的战略地位凸显，在免税业规模进一步提升的预期下，预计未来离岛渠道的免税商品在价格端更具优势，吸引国内更多的购买需求以及更大规模的消费回流。目前离岛端分流占比的定量假设存在较多不确定性，粗略估计以上产品类别国人的消费总额增长有限，但发生场景占比有较大调整空间。离岛端香化产品消费仍为主力，行邮税取消、件数打开后，长线预计国内居民在境内的香化消费额占到境内外总消费的65%，由于离岛免税端相较国内有税端价格优势较大，预计能占到国内总香化消费的25%，则对应目前规模约1150亿元；预计长线国内居民在境内外消费电子产品的金额或成长至2200亿美元，且仍以境内为主，境内消费约达2000亿美元，离岛端约分流境内电子产品消费额的5%，即700亿元；预计长线国内居民在境内外消费进口酒总规模达250亿美元，境内消费占比达40%，而离岛端分流境内进口酒消费额约10%，即70亿元。再考虑其他免税品种，**未来海南离岛免税总销售额或超3000亿元。**

中信建投证券 CHINA SECURITIES

岛内日用品免税发展

未来海南存在针对岛内居民发展居民日用消费品免税的预期，相关的清单等也有待后续发布，由于目前具体的操作方式尚待发布，但综合来看，结合海南自贸港建设“一线放开，二线管住”的政策，岛内居民有望深度受益岛内免税的发展，并且预计主要的商品集中在日用品领域，总体需求预计较大，未来市场规模较大。考虑到目前岛内免税在内地尚无太多发展经验，短期内或存在指定运营商运营的可能，预计岛内免税运营商将深度受益行业的快速发展和海南自贸港的建设。未来海南地区较低的所得税率和不断提升的消费水平，或都会促进岛内免税快速发展。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

五、国内“离岛+市内”双轮驱动

- （一）机场口岸短期格局稳定
- （一）离岛成主要场景
- （二）“市内+离岛”双轮驱动力
- （三）趋向健康的有限竞争
- （四）国内免税空间预测

中信建投证券 CHINA SECURITIES

行业发展阶段

我们认为我国免税行业发展的少有四个阶段：

- 消费回流，大国战略——2016年7月，国旅港中旅合并；
- 全面布点，实现垄断——刚刚过去，中免收购日上，成功中标香港、澳门、北京、上海、广州机场免税店；
- 深挖海南，全球布局——海免股权划转完成；海南自贸港方案及离岛免税细则力度大，海南打造全球旅游消费中心，离岛渠道占比大幅提升；
- 市内发力，世界第一——北京、上海等市内店开业；

中信建投证券 CHINA SECURITIES

机场口岸短期格局稳定

图表：国内主要机场口岸免税店中标情况

名次	机场	扣点率	中标	类型	免税店招标面积（平米）	2017客流量
1	北京首都机场	T2：47.5% T3：43.5%	中免 日上	进/出境	T2 进：415.56；出：3186 T3 进：1938.72；出：9461.43	95,786,296
2	上海浦东机场	42.5%	日上	进/出境	16915	70,001,237
3	广州白云机场	T2启用前：39% T2启用后：42%	中免	进境 出境	T1 400；T2 700 T2 3544	65,806,977
4	成都双流机场	35%	中免	进/出境	470	49,801,693
5	深圳宝安机场	35%	深免	进境	377	45,610,651
6	昆明长水机场	9%	中免	进境	489	44,727,691
7	上海虹桥机场	42.5%	日上	进/出境	2088	41,884,059
8	西安咸阳机场	8%	深免	进境	576	41,857,229
9	重庆江北机场	27%	中出服	进境	572	38,715,210
10	杭州萧山机场	有提货点：45% 无提货点：46%	中免	进境	111	35,570,411
11	南京禄口机场	33%	中免	进境	600	25,822,936
12	厦门高崎机场		中免	出境	400多	24,485,239
15	青岛流亭机场		中免	进境		23,210,530
18	乌鲁木齐地窝堡机场		中免	进/出境	175	21,500,901
19	天津滨海机场	39%	珠免	进境	110	21,005,001
23	大连周水子机场	34%	中出服	进境	295	17,503,810

资料来源：新浪，公司公告，中信建投

- **随着18年7月上海两大机场的免税店招标落地，以及19年大兴机场免税招标落地，国内免税市场竞争格局已基本确定。中免和中免旗下的日上基本垄断了国内主流免税渠道。**

中信建投证券 CHINA SECURITIES

离岛成主要场景

“政策力度+旅游特色”助海南成我国免税业发展重要阵地。海南是我国免税业发展的最重要区域之一，由于其本身的岛屿性质和旅游性质，以及受益离岛免税的政策，未来海南仍将是我国免税发展桥头堡。目前全世界仅4个离岛免税区，分别为日本冲绳岛、韩国济州岛、台湾金门、马祖，海南是第四个，全部位于亚洲地区。

建省30周年叠加新政预期，海南未来免税发展空间广。海南新政继续强调国际旅游岛建设的目标推进，计划至2030年建成世界一流的国际旅游目的地，旅游发展规划周期较长，由于国际旅游岛建设将有利于拉动国际和国内赴海南游客量的增长，并且新政中对于海南的战略定位中即有“国际旅游消费中心”，而免税消费将首当其冲，结合三亚海棠湾国际免税城等大型免税店，海南免税有望整体受益国际旅游目的地建设，并且预期受益政策可保持中长期稳定性。

图表：海南国际旅游岛发展规划

资料来源：政府网站，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

“市内+离岛”双轮驱动力

- **离岛全岛免税预期下，免税龙头仍有渠道优势。**海南离岛免税随着自贸港的整体推进，整体的发展环境和竞争格局、环境等都有所变化。首先，未来海南存在全岛免税的预期，根据《方案》内容，2025年全岛封关运作，在境外到海南的“一线”，基本实现免除关税，其他税简并，具体征收方式及幅度还需后续细则观察。而总体上看，是存在免除关税、消费税、增值税的预期，即与目前传统免税渠道所免税范围相同的全岛免税模式的可能。若全岛免税，则龙头免税运营商仍可凭借较强的渠道优势取得价格优势。
- **离岛端有限竞争预期，龙头份额仍将基本稳定。**其次，未来离岛免税渠道存在牌照有限竞争预期，但我们预计初期离岛渠道运营权或仍集中在国内已有的免税运营牌照之中，而国内免税牌照部分也已有布局海南离岛渠道的措施或计划。从目前发展状况看，免税龙头中国国旅旗下包含中免、日上，以及今年刚注入上市公司体内的海免，在牌照上拥有较强的垄断优势，且中免和海免在海南地区的运营经验已较丰富，其他牌照若进军海南离岛渠道，或在短期难以对离岛渠道免税竞争格局产生太大影响，或难以取得较大市场份额。
- **市内店一定程度分流总市场，另外也将带来部分增量。**未来“离岛+市内”仍将是免税业发展的双轮驱动力，目前看离岛端近两年免税销售额增速增长预计很快，市内店尚待政策落地。国人离境免税政策落地后，市内店对于国人更接近一种新的消费场景，因原先的归国人员免税店存在消费体验、价格上一定的劣势，相对购物人次也较少，预计市内店也将提升消费转化率。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

“市内+离岛”双轮驱动力

图表：北京市内免税店开业

资料来源：中国中免，中信建投

图表：上海市内免税店开业

资料来源：中国中免，中信建投

中免重开市内免税店。中免在接连拿下重要机场免税店经营权后，下一步正在积极布局市内店。2019年5月以来，中免集团旗下的青岛市内免税店、厦门市内免税店、大连市内免税店、北京市内免税店先后落地，上海市内免税店也于2019年8月开业。

预期国人免税政策有望放开，市内免税规模将超百亿级别。2020年3月23部门消费扩容提质政策提到完善市内店政策，从当前消费外流情况来看，市内免税店在吸引消费回流上大有可为。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

趋于健康的有限竞争

- **运营商趋向全国布局。**国务院印发《口岸出境免税店管理暂行办法》，规范口岸出境免税店管理工作， 促进口岸出境免税店健康有序发展。综合考虑，规范将在长期发展中利好龙头企业。同时，龙头企业在规范度高的情况下更能凭借规模、管理能力取得竞标优势。

- **牌照仍为重要壁垒。**王府井新牌照落地，且预计为全资质牌照，总体看，预计未来国内免税格局整体趋向健康的有限竞争，预计牌照的价值仍然较高。免税运营商目前仍有较强的护城河。

- **市内店增量较大。**未来若国人离境免税政策近两年落地，则市内店空间仍将打开，市内店一方面分流总离境免税市场，另一方面，若未来具备国人离境免税政策的市内店在国内属于全新的渠道，有助于提升免税消费的转化率，并且一定程度提升客单价，全国范围内具备出境航班能力的市内店均存在发展空间。

- 2019年末我国免税业总市场空间约超500亿元，预计2025年超2500亿元，离岛端占比或接近5成，考虑到海南渠道的快速发展，长线对境内外主要商品消费的分流作用，长线国内免税空间经测算或超5000-6000亿元，且消费回流的潜在空间仍巨大，长线空间仍可展望。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

国内免税空间预测

未来海南离岛免税总销售额或达约3000亿元，若未来离岛渠道占比达国内免税总空间的40-50%，则国内免税总空间或达5000-6000亿元以上。

根据之前判断和相关测算，海南未来免税销售额总空间或超3000亿元，考虑到国人离境免税政策未来落地后，凭借优质体验、丰富商品种类等为国人带来全新场景的体验，同时未来单次归国的免税购物限额或也有提升可能，若长线放宽，则非离岛渠道也仍有较大发展空间。**若假设未来离岛免税端在国内免税市场的占比约50%，则国内免税市场总空间或突破6000亿元，考虑到国人目前境外消费和奢侈品消费的总规模以及未来长线的回流空间，我国免税市场的长线空间或有望接近万亿元。**

中信建投证券 CHINA SECURITIES

六、重点标的

- （一）中国中免
- （二）王府井
- （三）格力地产
- （四）海汽集团
- （五）已申请免税牌照企业

中信建投证券 CHINA SECURITIES

中国中免：离岛和直邮助强势恢复

Q2恢复表现符合预期，离岛端表现强势

中国中免Q2实现营收116.73亿元，同比增长9.6%，实现归母净利润10.51亿元，同比增长约8%，实现扣非归母净利润8.98亿元，同比下降1.35%。总体看，Q2单季度，在国内疫情基本得到控制的情况下，公司整体营收和业绩端恢复状况良好，营收端及归母净利润端均实现同比正增长。其中，离岛端门店自2月末恢复营业以来整体经营效率恢复状况优异，海南省商务厅数据显示2020年5月，海南离岛免税销售额达19.77亿元，同比增147.9%，根据此前数据和预测，今年上半年海南离岛免税销售额或达85亿元，同比增长约30%，其中今年二季度预计约55亿元，同比增长约135%。在离岛免税细则调整发布前，二季度海南离岛免税的恢复情况较为突出，离岛补购等措施也起到重要作用。预计今年下半年叠加海南离岛免税细则调整放宽和海南自贸港加速推进，离岛免税将迎来更快的增长和发展。

线上直邮较好弥补营收，线下机场端仍受影响

今年受到疫情影响，国内出境游业务全面停滞，且目前海外疫情仍产生持续影响，预计国内出境游政策限制，海外入境政策限制，以及国际航班等限制仍将持续，后续放开时间仍不确定，且对全年机场线下端的免税业务将产生较严重的冲击。在疫情影响下，公司积极推进线上直邮的销售方式，并且对整体营收产生了较好的弥补作用，上半年日上上海等线上直邮方式表现较好。预计下半年，在出境游仍未恢复的情况下，线上直邮对营收仍将起到较好的弥补作用。目前来看，今年全年公司在机场端原先确定的保底销售额或存在协商修改的可能，若保底销售额有所调低，则将一定程度上缓解公司业绩端压力。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

中国中免：份额分流有限，受益行业成长

离岛免税仍为公司优势，免税行业长期空间巨大

离岛免税细则调整力度较大，我们认为未来几年离岛免税消费人次及客单价都将大幅提升，带动离岛免税销售额快速成长。同时，国内非离岛地区免税长期看仍有较大成长空间，国人离境免税政策有望在近两年迎来落地，免税商品品种和限额等配套措施也有望迎来放宽。考虑到我国整体消费外流金额较大，随着国内免税消费渠道的不断完善，购物体验不断提升，相关政策限制不断放宽，预计长线仍存在巨大的回流空间。

从竞争格局来看，预计未来5年国内总体免税竞争格局仍稳定，公司作为行业绝对龙头，仍然主要受益行业巨大的成长空间。并且公司在离岛端优势大，公司旗下中免和海免牌照在海南运营经验和渠道优势较大，后续新进入牌照在具体操作层面仍需要采用招标等市场化竞争方式确定并依规定报财政部、海关总署、税务总局和商务部审核后按程序批准，且在渠道建设和品牌培育上也尚需要周期，短期和长期看，公司在离岛渠道优势大。在非离岛渠道，公司在主要机场口岸等优势较大，未来或存在一定的被分流的情况，但预计分流相对有限，长线看，公司在国内免税市场的占比仍有望维持较高比例。

预计2020年公司实现归母净利润44.98亿元，2021年随着入岛人次大幅提升、客单价大幅提升、中免离岛端的供货节奏逐步提升、使用所得税率由25%降至15%，2021年净利润或有望突破100亿元。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

中国中免：万亿市场，公司或占半壁江山

离岛免税仍为公司优势，免税行业长期空间巨大

- 未来核心竞争力仍在于离岛免税端，离岛端近5年整体成长空间较大，2025年离岛端免税销售额有望超过1000亿元，预计规模约1500亿元，而在2025年封关运作前，海南离岛端进入牌照数量或有限，且此后趋向全岛免税的竞争格局，也相对更凸显中免竞争优势。中免在渠道端的议价能力和优势充分体现，且本身在离岛渠道的份额也较高，预计到2025年，中免仍将在离岛端具有较强的竞争格局。若2025年，中免在离岛端市占率约为80%，则实现营业额1200亿元。
- 从净利率来看，2019年三亚免税城归母净利率约13.5%，**考虑部分费用、促销问题，离岛端竞争，以及企业所得税率从约25%降至15%，且离岛端较强的渠道议价能力，经测算，离岛端净利率望达到17%，**离岛端利润约达205亿元。非离岛端预计占比国内市场约40%，则总销售额约1000亿元，中免在非离岛端长线或在有限竞争格局下存在一定被分流的情况，但整体竞争格局仍然稳定。其中预计中免的份额约60%，则营业额600亿元，净利率约5%，非离岛端预计中免实现净利润约30亿元。则预计到2025年，中免实现净利润约235亿元，若对应30倍PE，则市值望超7000亿元，长线空间由于仍有较大成长空间，中免合理市值预计长线或超万亿。长线国内免税空间或达6000-10000亿元，中国中免份额长期或达50-60%。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

王府井：新牌照或全国布局

公司简介

王府井集团股份有限公司创立于1955年，简称“王府井集团”，是北京首都旅游集团有限责任公司（首旅集团）旗下骨干企业，是国内最大的零售集团之一，在32个城市开设60余家大中型零售门店。

图表：王府井集团发展历程

资料来源：公司官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

王府井：新牌照或全国布局

获得稀缺免税牌照，进军免税市场

公司此次获得免税品经营资质，将进军国内牌照较为稀缺的免税市场，这也是上世纪80年代以来，第一次批准的新免税牌照，反映出国家对于免税渠道建设的重视程度，也体现出对于公司所赋予的重要意义。目前，国内免税市场仅有中免、日上、海免、中出服、珠免、深免几张牌照，牌照壁垒较高，公司进军免税市场将拥有相对高企的护城河优势。同时，免税行业目前为国家促进消费回流的重要抓手，叠加海南自贸港建设方案等政策对于免税业的大力支持，国内免税业仍有巨大成长空间。2019年末，国内免税规模约超500亿元，预计到2025年，国内免税总空间有望突破1600亿元，长期望突破2000亿元，公司免税牌照也将充分受益市场空间变大。2019年出台的《口岸出境免税店管理暂行办法》等政策，也逐步鼓励未来国内所有免税牌照参与良性竞争，公司作为免税市场新军，望深度受益。公司实控人为北京市国资委，在北京地区运营经验较丰富。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

王府井：北京市内店五年内贡献主要增量

5年后北京市内店规模或达150亿元，公司业绩估值大幅提升

免税牌照的落地将使得公司得以参与免税业务，预计将大幅提升公司业绩估值。预计5年周期内，仍主要聚焦北京免税市场，且我们预计国人离境免税市内店政策有望快速落地，公司或充分受益市内免税店发展空间，中长期亦存在参与北京机场免税及进军全国免税市场的可能，不排除参与海南离岛免税渠道的可能。根据我们之前的测算，假设国人离境免税政策落地，免税额度为8000元每次，则市内店将一部分分流北京总离境免税消费人群，同时也会一定程度提升总离境客流的免税转化率。由于市内店在政策层面预计仍将得到较大红利和支持，未来分流离境免税总消费人次的比例或提升，我们预计5年后，北京市内店将分流北京总离境免税购物人次的约40-45%，而根据北京离境免税总销售额的测算，至2024年，北京离境免税总销售额有望达到270亿元，年均复合增速约27%，则到2024年末，北京市内店销售额约达到108-122亿元，若对标三亚免税店，假设净利率约13%，则2024年北京市内店净利润约14-16亿元。若假设免税额度为15000元每次，则对于免税消费的客单价有较强的提振作用，预计客单价有望提升25%，则2024年末，北京离境免税总销售额望达337亿元，北京市内店销售额约达到135-152亿元，净利润约17.5-20亿元。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

王府井：新牌照或全国布局

存在进入离岛端及其他市内店运营的可能

考虑公司全牌照的预期，以及海南离岛免税细则的大幅放宽，未来几年王府井亦存在进入离岛端运营的可能，我们预计到2025年，海南离岛端的免税总销售额约达1000亿元，但中国中免的优势仍强，若王府井分流2%的市场份额，按10%的净利率计算，则5年后公司在离岛端产生净利润约2亿元。**考虑到若未来进军北京机场和全国其他地区的市内或机场店，仍有业绩贡献的空间。5年维度上，考虑离岛端可能利润，则公司总利润体量有望达28-30亿元。**

北京环球影城助力客流增长

公司为北京地区的旅游购物龙头企业，近几年将深度受益北京环球影城开业预期。预计北京环球影城将于明年春季开业，作为全球最大的环球影城乐园，其对于周边休闲度假游市场较匮乏的北京和京津冀地区有重要的引流作用。我们预计，北京环球影城开业并培育成熟后，每年将拉动北京地区的餐饮、酒店、旅游购物等业态的年增加值达到约650亿元，对于北京地区旅游购物龙头王府井，有较强的提升总客流预期，公司将深度受益。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：珠免新时期新发展

5月11日，格力地产公告购买珠海市免税企业集团有限公司全体股东持有的免税集团100%的股权，交易拟以发行股份及支付现金的方式进行。珠海免税公司始建于1980年，经过近四十年艰苦创业，从最初仅由几名员工组成的初创企业逐渐发展成为年免税业务营收二十多亿元的国内第二大免税企业。根据Generation Research数据，2018年珠免在国内免税市场市占率约为5%。

图表：珠海免税公司发展历程

时间	主要事件
1980	广东省商业厅发文拟定由旅游商品供应公司在拱北口岸开办免税品商店
1981	广东省人民政府同意珠海市开办关前商店
1983	珠海口岸商品供应公司成立，同年更名为“关前免税商品供应公司”
1984	珠海市政府同意公司在湾仔开设关前免税商店
1986	国务院批准珠海市免税商品供应公司维持现状
1988	珠海免税商品供应公司更名为“珠海免税公司”
1992	九洲港关前免税商场经营权益有偿转让给“珠海免税公司”并更名为“九洲港免税品店”
1995	珠海免税公司”更名为“珠海市免税企业集团有限公司”。同年，国务院办公厅发文通知“进境口岸免税店暂予保留”
2002	拱北海关发文同意珠海免税公司在万山口岸建立免税店
2005	中国海关总署颁布第132号令，公布《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》，明确规定了免税店的申请、设立和监管的标准及流程。2006年之前开设的免税店在实际经营过程中保留现状
2009	海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区口岸设立口岸免税店
2010	海关总署同意珠海免税集团从配送中心总仓库隔离出1200平方米作为拱北口岸免税店经营场所
2014	海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区出境监管区域内设立口岸出境免税商店
2017	中标天津滨海机场进境免税店、珠海闸口进出境免税店的经营权
2018	获得港珠澳大桥珠口岸出境免税店经营权
2020	珠海免税Mall线上平台上线

资料来源：珠海国资，中信建投

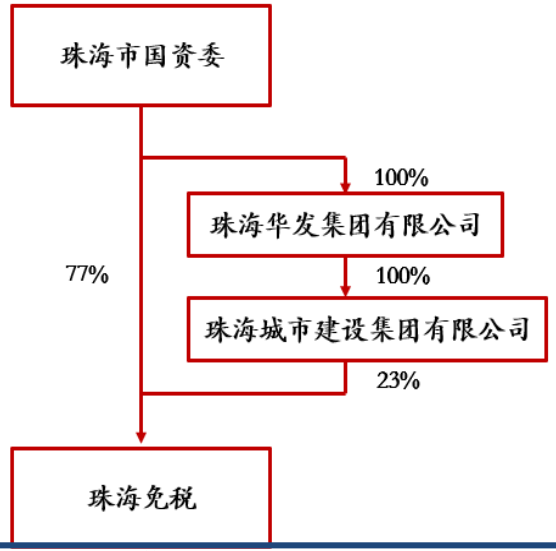
中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：管理存改善预期

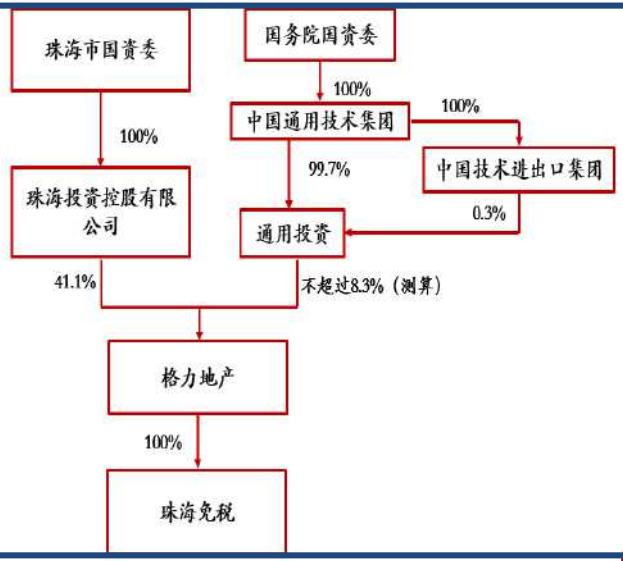
重组前后珠免实控人不变

重组前珠海市国资委持有珠免77%股权，城建集团持有珠免23%股权，控股股东和实际控制人均为珠海市国资委。重组后控股股东变更为上市公司格力地产，实控人仍为珠海市国资委，实控人保持稳定，也一定程度减少了过渡成本。

图表：重组前珠免股权架构



图表：重组后珠免股权架构



资料来源：公司公告，中信建投

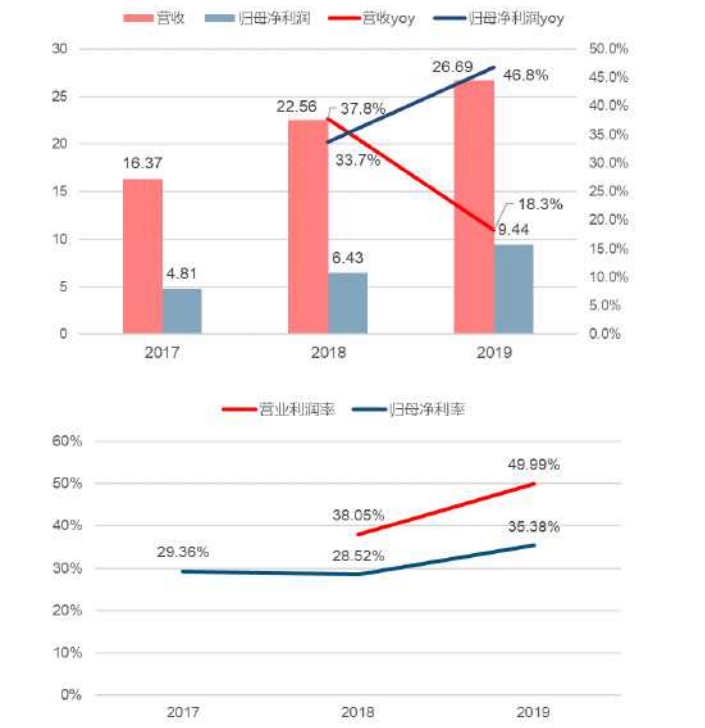
中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：珠免利润和渠道稳定

营收快速增长，调整后利润率整体稳健

营收快速增长，调整后利润率整体稳健。公司17-19年营收为16.37/22.56/26.69亿元，18、19年YoY分别为37.8%、18.3%；归母净利润为4.81/6.43/9.44亿元，18、19年YoY分别为33.7%、46.8%，近年来均保持较高增速。18与19年的营业利润率为38.05%/49.99%，归母净利率分别为28.52%/35.38%，整体口径利润率水平增长较快，但公司19年营业利润率、归母净利率提升较快实则得益于19年公司以非公开协议转让方式将持有的珠海金融投资控股集团有限公司5.21%的股权转让给珠海华发集团有限公司，由此取得投资收益约3.5亿元，由于重组标的资产审计工作尚未完成，初步计算该笔投资收益增加税后净利润约2.6亿元，若剔除该笔投资收益影响，调整后19年营业利润率为36.87%、归母净利率为25.55%，较2018年度相比略有下滑，但整体仍较稳定。

图表：格力地产营业利润情况



资料来源：公司公告，珠海特区报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：珠免利润和渠道稳定

业务结构多元、免税贡献核心收入

珠海免税业务以口岸免税品特许经营服务为核心支柱，以商业零售、物业经营、国际贸易、仓储物流、跨境电商及酒店管理为辅，形成多元化、综合化的集团。18、19年免税商品销售收入在营业收入中占比均超过90%，公司盈利对经营资质的依赖程度较高。截至目前，珠免共有11家一级控股子公司。

图表：格力地产业务板块

业务板块	分类	内容
免税品经营	免税	珠免核心业务支柱，经国家有关部门特许经营项目，现经营九洲、拱北、横琴、港珠澳大桥、天津滨海国际机场等免税店，其中拱北口岸免税店为全国陆路口岸单店面积最大的免税店。
百货零售及商业物业经营	有税	通过旗下的吉大免税商场与国贸购物广场获取租金及管理费收入，二者经过近30余年的经营，已拥有近500家商户、10万种商品，年客流过千万，经营面积超过12万平方米，具有较高的商业和城市地标价值。
国内外贸易及仓储物流	有税	以香港恒超发展有限公司为发展平台，依托珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司，实现公司对外投资项目的拓展，为集团做强、做大创造新的利润增长点。
酒店经营	有税	以金叶酒店为代表，珠海经济特区金叶酒店位于拱北迎宾南路，为珠海市黄金区域。
跨境电商	保税	以珠海汇真商务有限责任公司为载体，发挥珠海免税多年来积累的优势资源及实体运营经验，以跨境电商和进口商品直销作为契机，通过多种资本运作方式打造线上线下融合的全管道商业零售批发新模式，成为集团未来改革创新和协同发展的发动机。

资料来源：公司公告，珠海市政府官网，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：珠免烟酒优势，香化占比或提升

烟酒类主导，望拓展香化占比

- **直接采购与中间商采购相结合，烟酒产品市场竞争力较强。**2019年集团通过直接采购模式的采购金额占比约45%，该模式下采购成本相对较低。集团在多年的发展过程中与多家知名烟酒品牌供应商建立长期良好的合作关系，与其直接签订采购合同，其中包括保乐力加、酩悦轩尼诗、南洋烟草等品牌。集团在烟、酒品类具有一定的采购议价能力和市场竞争力。
- **免税收入以烟酒类为支撑，有望实现品类结构优化。**2018年，为贯彻落实珠免集团关于供应链结构升级优化及香化自主采购经营方针，子公司香港恒超与欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋及LG集团等全球化妆品品牌建立了直接合作关系，并新增与雅诗兰黛及日本高丝等集团的合作，成功引入雅诗兰黛、黛珂等近20个国际知名品牌，陆续完成港珠澳大桥免税店及拱北免税店的进驻，在渠道端对未来提升香化商品占比提供较大支撑。
- **珠免目前免税品销售收入中香烟商品约占70%、酒类商品约占20%、其他商品约占10%。**香化产品只占1%-2%，香化产品销售收入占比远低于中国中免等，与免税市场总体的商品购买比例也有较大差异，未来有望深化与国际著名香化品牌合作，提升香化产品销售规模，推动香化产品自主采购，进一步优化产品结构。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：珠免或参与全国布局

全国性布局，政策迎利好

拱北口岸免税店是亚太地区单体面积最大的陆路口岸免税店。珠海是全国唯一与港澳陆桥相连的城市，拱北口岸地理位置优越，能够持续享受粤港澳大湾区发展红利。根据珠海出入境边检总站数据，2019年珠海市各口岸出入境人流量合计1.73亿人次，拱北口岸出入境人流量达1.45亿人次，占比达到75%，远超同期国内前十大机场出入境人流之和。15、18年销售额分别为16.8、24.4亿港元，连续复合增长率达到10.3%，贡献免税板块核心收入，在华南地区口岸免税市场占据龙头地位。

图表：中国免税零售额总体增速较快

资料来源：百度地图，中信建投

图表：拱北口岸免税店营业额

资料来源：珠海特区报，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：拱北及港珠澳或量价齐升

珠免的发展空间及预期

珠免目前的主要营收来源来自拱北口岸，而拱北口岸未来存在香化产品增加以及免税店面积增加等预期。总体上看，由于公司过往主要经营的免税商品以烟酒为主，若香化产品占比开始提升，则将很大程度提升客群覆盖能力和范围，预期将覆盖具有香化免税产品需求的客群，使得消费转化率有提升的空间，并且香化产品对于珠免原先的产品范围类似于新增品种，本身对于客单价的提升具有一定作用，综合来看，未来拱北口岸作为全国人流量最大的口岸之一，在新的发展期仍然具备较强的量价齐升逻辑。

拱北口岸目前的年吞吐量约达1.5亿人次，参考过往几年情况，未来或存在继续提升的可能，但考虑到通关较为便利，包括存在类似澳门上班，住在珠海的情况，故而整体客流的消费转化质量相较于主要离境城市和机场等场景仍然有较大差距。按2019年的情况，拱北口岸总人次的免税消费转化率约7%-8%，年消费人次预计约1000万人次，客单价预计约200元出头，整体营收超20亿，按2019年看，贡献了珠免的主要营收。

预计拱北口岸在免税面积增加、免税体验全面提升、香化产品占比不断释放的情况下，未来整体消费客流渗透率自8%提升至约15%，客单价考虑到客流质量问题以及口岸停留时间、购物体验等问题，假设5年周期内将提升至约500元，则若吞吐量不变，**则5年周期内，拱北口岸的年消费人次有望提升至2000万人次，整体年营收有望达到约100亿元。净利率端，由于拱北口岸免税店为公司自建物业，但仍需要一定程度上通过定价和渠道优势，包括出让部分利益给消费者来与澳门全岛免税的价格进行竞争，假设净利率约20%，则每年产生的净利润约20亿元。**

中信建投证券 CHINA SECURITIES

格力地产：拱北及港珠澳或量价齐升

除拱北口岸外，港珠澳大桥免税店也或在未来为公司免税业务贡献重要增量。港珠澳大桥的免税面积未来也存在一定的提升预期，考虑到疫情影响若被控制，港珠澳每日的客流量预计均在15万人次以上，全年客流量或超5500万人次，考虑到客流质量以及主要通行目的地为港澳的因素，若假设免税消费转化率为10%，客单价约350元，则年营业额预计接近20亿元，净利润约4亿元。

海南离岛免税细则调整后，鼓励有限竞争，国内具有免税运营资质的企业原则上均具备进入离岛免税渠道运营的可能，从中长线来看，珠免未来亦存在进入离岛免税渠道运营的可能，若进入离岛端，长期也将深度受益离岛免税巨大的成长空间。如若近5年内，珠免进入海南离岛渠道运营，考虑到海南免税市场近5年可能的快速成长，5年后，珠免的总利润体量预计或达到25亿元以上。我们认为在5年维度上，珠海免税的合理估值或达到约800亿元。

总体来看，珠免作为国内具有较长期免税运营经验的老牌免税企业，具有一定的经验壁垒和渠道优势，但过往在经营中存在品类相对偏少、区域性较明显以及管理能力及购物体验的不足，而随着珠免通过格力地产实现上市，其整体发展也预计将进行较大变革，上述问题仍有较大的改善空间，近几年改善预期或带来营收和业绩的快速增长。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

海汽集团：海旅投唯一上市平台

海汽集团大股东股权划转

5月12日，海南省国有资产监督管理委员会（以下简称“海南省国资委”）发布了《关于注入海南海汽投资控股有限公司 100%股权的决定》（琼国资重〔2020〕27 号），海南省国资委决定以股权注入方式将其持有的海汽控股公司100%股权出资变更至海南省旅游投资发展有限公司（以下简称“海南旅投公司”），股权注入后，海南旅投公司持有海汽控股公司100%股权，海南省国资委不再直接持有公司股权，但仍为公司的实际控制人。海汽集团实际被并入新成立的海旅旅投公司旗下。

6月29日财政部、海关总署、国家税务总局三部门联合发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，离岛旅客每年每人免税购物限额从3万元提至10万元，商品种类大幅丰富，商品单次购买件数大幅放宽，并取消单件8000元消费限额，行邮税起征点提至10万元，整体政策力度空前，离岛免税或将逐步成为国内免税主战场，离岛免税大有可为。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

海汽集团：海旅投唯一上市平台

海南旅投公司简介

4月13日，海南省旅游投资发展有限公司在海口正式宣告开业成立，为海南旅游业的复产复工和健康发展又注入了一股重要的新生力量。

公司成立的目的是充分发挥国有资本在国际旅游岛建设和旅游产业转型升级中的引导、支撑和放大作用。充当国际旅游岛建设旅游要素国际化改造的先锋，先行先试国际旅游岛建设需要的重点旅游项目；以及海南重要旅游资源整合与重点旅游项目的孵化器、投资主体和融资平台。

公司经营范围包括：投资项目管理，资产管理，旅游会展服务，旅游园区管理服务，旅游客运，其他娱乐业，旅游项目开发，房地产开发经营，物业管理，酒店管理，餐饮管理，互联网数据服务，广告业，国际贸易代理服务，游乐设施工程施工，旅游咨询服务等。

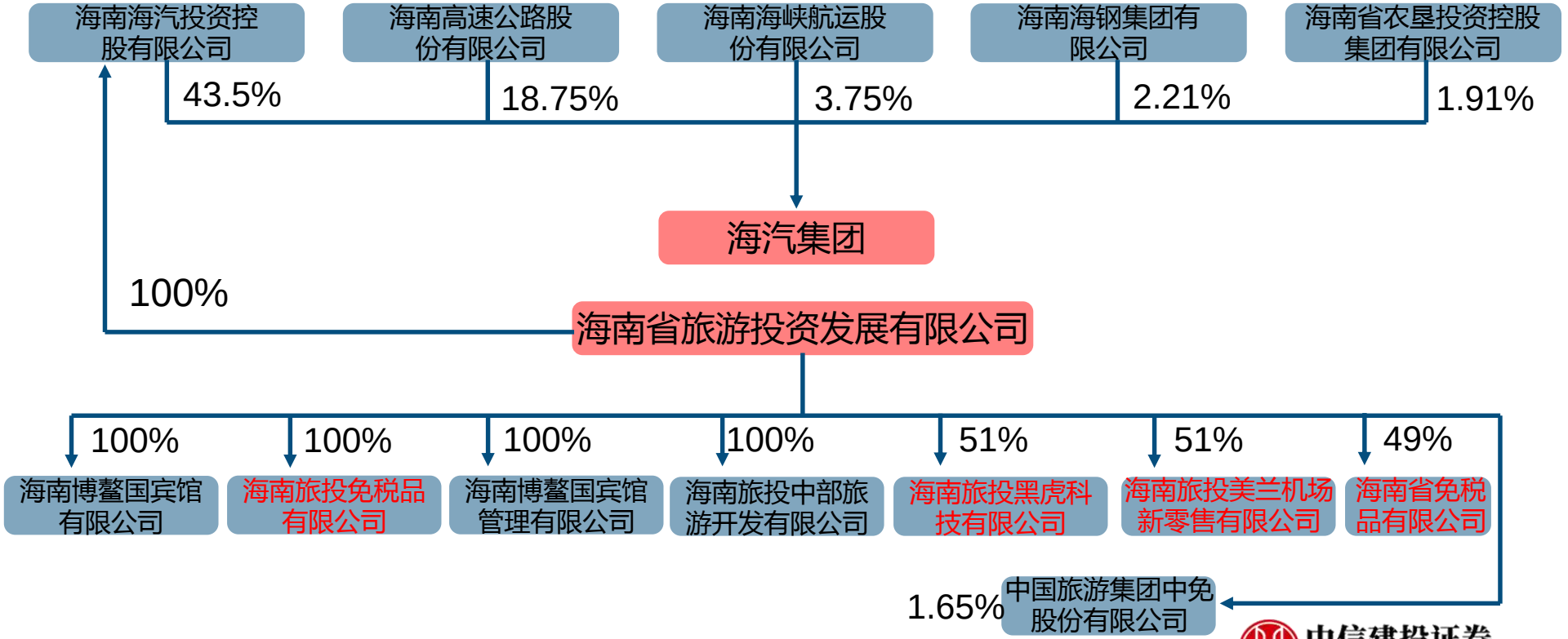
从海南省发展节奏和对海南旅投公司的定位来看，海南国资系统强调在海南自贸港建设中要将国资国企做强、做优、做大。海南旅投公司被定位为海南国际旅游消费中心建设投资发展运营商，专注于旅游业全产业链投资开发等，政府层面也表示望海南旅投公司尽快将海南离岛免税、进口消费品经营等业务抓起落实。

其中海汽集团为海旅投旗下的唯一上市平台。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

海汽集团：海旅投唯一上市平台

图表：海汽集团股权结构及海南旅投公司对外投资情况



资料来源：企查查，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

已申请免税牌照标的存不确定性

目前资本市场上，也有部分上市公司公告自身或集团已申请免税牌照。7月份以来已经有9家A股公司宣布申请免税牌照，其中不乏部分业务区域重叠的公司，其中多数为区域性零售龙头，在国家促进免税业有限竞争的整体思路下，欲参与免税业务。但目前除已落地的王府井外，其他申请标的均具有较大的不确定性，因为免税牌照的发放需要多部门的严格审批，且从近几年维度看，免税业牌照或也暂无大幅放开的趋势，后续仍需关注公告的实质进展。

图表：部分已申请免税牌照的标的

已申请免税牌照的相关标的	申请日期
百联股份	7月6日
岭南控股	7月15日
大商股份	7月19日
鄂武商A	7月19日
欧亚集团	7月20日
南宁百货	7月22日
友阿股份	7月23日
中百集团	7月23日
步步高	7月23日

资料来源：公司公告，中信建投

中信建投证券 CHINA SECURITIES

风险提示

免税行业未来或趋向健康的有限竞争格局。但新牌照所需的审批程序非常严格，短期看申请牌照存在较大不确定性；海南自贸港发展及建设不及预期的情况；市内店等非离岛渠道发展不及预期；宏观经济环境的影响等。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

分析师介绍

贺燕青：中信建投证券研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投社服团队，2年国有资本风险投资经验，2年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

中信建投证券 CHINA SECURITIES

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李星星
邮箱：ixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话：（8621）6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：（86755）8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

中信建投证券 CHINA SECURITIES

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告